



ESTUDO SOBRE A
DINAMIZAÇÃO
DO MERCADO
DE CAPITAIS
EM PORTUGAL

DEZEMBRO 2024
REVISTO EM MAIO DE 2025

ESTUDO SOBRE A DINAMIZAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Equipa de Trabalho

Ana Isabel de Sá

António Martins

Artur Rodrigues

Jorge Farinha

Marcelo Serra Santos

Miguel Portela

Nelson Areal

Pedro Bação

Óscar Afonso

Tiago Neves Sequeira (coordenador)

Dezembro 2024

Revisto em Maio de 2025

Highlights

- A capitalização bolsista revela uma relação positiva e robusta com o crescimento económico, a produtividade e a inovação, tanto em amostras globais quanto na OCDE.
- Em termos de impacto temporal, desde 2000, o impacto dos mercados de capitais no crescimento económico em Portugal tem seguido a tendência de redução observada nos países analisados.
- O acesso ao mercado de capitais está associado a condições mais favoráveis de financiamento de longo prazo e a maiores níveis de investimento nas empresas da União Europeia, Reino Unido e EFTA. Este efeito é especialmente pronunciado em países com baixo dinamismo no mercado de capitais, como Portugal.
- Relativamente ao desempenho no mercado obrigacionista, as empresas que acedem ao mercado obrigacionista apresentam maiores índices de investimento e rentabilidade, especialmente quando este acesso é combinado com a admissão ao mercado de ações.
- As empresas listadas e as subsidiárias em Portugal demonstram uma vantagem relativa na produtividade, destacando-se em modelos ajustados para características observáveis.
- Em Portugal, as empresas beneficiárias de capital de risco superam as listadas e subsidiárias no desempenho exportador, tanto em intensidade quanto em propensão para exportar.
- As empresas com capital de risco e com colocação privada de dívida destacam-se, em Portugal, pela maior propensão a contratar trabalhadores especializados e investir em atividades de I&D.
- Quanto às restrições financeiras, em Portugal, as empresas beneficiárias de capital de risco enfrentam menores restrições financeiras, evidenciadas por níveis mais elevados de disponibilidades financeiras em relação aos ativos totais.
- A percentagem de riqueza investida em ativos financeiros cotados é relativamente baixa em todos os países da amostra, incluindo Portugal.
- Barreiras económicas e comportamentais – como baixos níveis de riqueza, comportamento face ao risco e falta de literacia financeira – parecem explicar boa parte deste padrão.
- O comportamento dos agregados familiares em Portugal, no que respeita à participação no mercado de capitais, aparenta não diferir muito do observado noutros países europeus.
- O desenvolvimento/dinamismo dos mercados financeiros nacionais também contribui para a participação dos agregados nos mercados de capitais.

Sumário Executivo

Este relatório analisa o papel dos mercados de capitais no crescimento económico e a sua relação com o comportamento das empresas e dos agregados familiares. O relatório faz uso de um conjunto alargado e diversificado de dados estatísticos e de metodologias econométricas, que são aplicadas a diferentes níveis de agregação, desde países (capítulo 1), passando por empresas (capítulos 2 e 3), até agregados familiares (capítulo 4). A investigação é motivada pelo crescente reconhecimento da potencial importância do desenvolvimento financeiro na promoção da inovação, da produtividade e da resiliência económica, exemplificado pelo recente Relatório Draghi. Através de uma análise empírica detalhada, o relatório procura identificar os mecanismos pelos quais o acesso ao financiamento via mercado de capitais influencia o crescimento económico, o desempenho das empresas e a participação das famílias nos mercados financeiros.

Resultados gerais

A análise revela uma associação positiva entre o desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento económico, numa amostra de dados em painel para 183 países de 1950 a 2019. Este efeito é especialmente evidente na capitalização bolsista, que se destaca como a variável com impacto positivo mais robusto nas diversas especificações econométricas. Estes resultados mantêm-se válidos mesmo quando se introduz uma decomposição inovadora do crescimento económico em contributos do investimento em capital físico e do desenvolvimento financeiro. Porém, esta metodologia identifica uma redução do contributo do desenvolvimento do mercado de capitais para o crescimento económico a partir de 2010.

Ao nível empresarial, os dados internacionais (painel de empresas da União Europeia, EFTA e Reino Unido, no período 2013-2022) indicam que o acesso ao mercado de capitais está associado a melhores condições de financiamento: empresas que acedem ao mercado acionista apresentam níveis mais baixos de endividamento total e de dívida de curto prazo, bem como custos de financiamento mais reduzidos. Observa-se também uma associação com níveis mais elevados de investimento, especialmente nos países com mercados de capitais menos desenvolvidos, e com menores níveis de esforço fiscal, que parecem ser mais robustos quando o mercado de capitais está mais desenvolvido. No entanto, em geral, não foram detetadas diferenças significativas nas vertentes de desempenho empresarial (rendibilidade e crescimento) entre empresas com e sem acesso ao mercado de capitais, o que poderá estar associado à janela de análise temporal relativamente pequena utilizada neste estudo e à metodologia empregue, que se centrou nos efeitos sobre as empresas que durante a janela de análise decidiram aceder pela primeira vez ao mercado de capitais.

Os dados relativos aos agregados familiares de 18 países da União Europeia, do “Household Finance and Consumption Survey”, revelam uma participação limitada nos mercados de capitais, com forte preferência por depósitos bancários. A percentagem de riqueza investida em ativos financeiros cotados é relativamente baixa em todos os países da amostra, incluindo Portugal. Barreiras económicas e comportamentais – como baixos níveis de riqueza, comportamento face ao risco e falta de literacia financeira – parecem explicar boa parte deste padrão. Os resultados econométricos indicam que o grau de desenvolvimento e dinamismo dos mercados financeiros nacionais também constitui um fator determinante para a participação dos agregados nos mercados de capitais. Foi ainda identificado um possível efeito de substituição entre o investimento em habitação própria e a detenção de ativos financeiros, particularmente nos quintis intermédios da distribuição da riqueza. As características dos agregados familiares exercem igualmente influência significativa. A idade interage com o nível de riqueza: nos quintis superiores, a participação nos mercados de capitais aumenta a partir dos 50 anos, enquanto nos quintis inferiores são os mais jovens que evidenciam maior propensão relativa à participação. O nível de escolaridade, sobretudo quando elevado entre os membros do agregado, tende a estar positivamente associado à participação nos mercados de capitais. Restrições percecionadas no acesso ao crédito atuam como barreira adicional à participação. No que respeita à composição do agregado, a presença de reformados associa-se a uma maior propensão para investir, ao passo que a presença de crianças tende a inibir a participação, sobretudo entre agregados de menor riqueza. Finalmente, a existência de poupança líquida e a subscrição de planos de pensões voluntários surgem como fatores fortemente correlacionados com uma maior participação nos mercados de capitais.

Resultados por grupo de países e por segmento do mercado de capitais – Empresas

A análise segmentada por grupos de países com diferentes níveis de dinamismo dos mercados de capitais revela heterogeneidades relevantes nos efeitos de a empresa estar cotada:

- Redução do endividamento: ocorre tanto em mercados de elevado como de baixo dinamismo.
- Redução da dívida de curto prazo: observada apenas nos países de baixo dinamismo.
- Redução do custo da dívida: evidente apenas nos mercados mais desenvolvidos.
- Aumento do investimento: mais pronunciado nos mercados de menor dinamismo.
- Desempenho (rendibilidade): efeito positivo e estatisticamente significativo em mercados menos desenvolvidos, mas negativo nos mais desenvolvidos.
- Redução do esforço fiscal: observada apenas nos mercados mais avançados, mas a diferença face aos mercados menos desenvolvidos não é estatisticamente significativa.

No que respeita ao acesso a outros segmentos do mercado de capitais:

Highlights e Sumário Executivo

- O acesso simultâneo aos mercados obrigacionista e acionista está associado a maior investimento e rentabilidade. Porém, o acesso ao mercado obrigacionista está também associado a um maior custo de financiamento, embora estas empresas apresentem uma menor probabilidade de incorrer em *stress* financeiro.
- O capital de risco parece associar-se a maior liquidez e menor custo de capital, mas este último efeito apenas ocorre quando a empresa tem também acesso ao mercado acionista.

De forma geral, o acesso aos mercados de capitais revela-se benéfico para as empresas, promovendo níveis mais elevados de investimento e maior rentabilidade, ainda que os efeitos específicos variem consoante o contexto institucional e o segmento de mercado envolvido.

Resultados para Portugal – Empresas

No que respeita à realidade portuguesa, o relatório dedica especial atenção às empresas listadas e suas subsidiárias, bem como às empresas com acesso a capital de risco nacional ou colocação privada de dívida. Os principais resultados, com base em dados anonimizados fornecidos pela CMVM e pelo Banco de Portugal, para o período de 2006 a 2021, são os seguintes:

- **Produtividade:** empresas listadas e suas subsidiárias apresentam maior produtividade do que as empresas sem acesso aos mercados de capitais; o oposto é observado nas empresas com emissão privada de dívida e nas apoiadas por capital de risco. As empresas com capital de risco também apresentam uma menor propensão a integrar o grupo de empresas com maior produtividade.
- **Exportações:** as empresas com capital de risco destacam-se pela sua propensão (e intensidade) exportadora relativamente às empresas sem acesso aos mercados de capitais; as empresas listadas e as suas subsidiárias têm desempenho inferior neste domínio, enquanto as emissoras de dívida privada se encontram num nível intermédio.
- **Investigação e Desenvolvimento (I&D):** as empresas com emissão privada de dívida ou com capital de risco mostram maior propensão a investir em I&D e a alocar trabalhadores a essas atividades. As empresas listadas e as suas subsidiárias não apresentam vantagens significativas neste domínio.
- **Estrutura financeira e rentabilidade:** as empresas com emissão privada de dívida apresentam maior proporção de dívida de curto prazo e menor rentabilidade dos capitais próprios. Em contraste, as empresas apoiadas por capital de risco apresentam maior rentabilidade dos capitais próprios, e as listadas e as suas subsidiárias destacam-se positivamente quando a rentabilidade é medida pelo rácio EBITDA/Ativos.

Highlights e Sumário Executivo

- Relações de crédito: as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentam maior concentração bancária e menos relações de crédito; as empresas emissoras de dívida privada apresentam o padrão inverso.
- Crédito vencido e perdido: as empresas emissoras de dívida privada apresentam melhor desempenho. As empresas listadas e as suas subsidiárias também têm um melhor desempenho do que as empresas sem acesso aos mercados de capitais, apresentando uma menor propensão a ter crédito delinquente e menor proporção do mesmo no crédito total.

No contexto português, o acesso aos mercados de capitais está associado, embora de forma diferenciada consoante o instrumento financeiro utilizado, a vantagens relevantes em termos de produtividade, rendibilidade e qualidade do crédito, confirmando o seu potencial enquanto mecanismo de financiamento complementar ao crédito bancário tradicional.

Resultados para Portugal – Agregados familiares

Em 2021 apenas 13 % dos agregados portugueses detinham instrumentos transacionados em bolsa; a riqueza financeira estava concentrada em depósitos (cerca de 22 % da riqueza total), enquanto ações, obrigações e fundos somavam apenas 0,6 %. Tal como no conjunto da UE, a riqueza é o motor central da participação, superando o rendimento; contudo, entre 2010 e 2021 o coeficiente associado à riqueza aumentou e o da escolaridade duplicou, indicando reforço desses dois fatores. Persistem evidências de substituição com habitação nos quintis intermédios e de um perfil etário assimétrico: participação mais elevada após os 50 anos entre os mais ricos, mas maior propensão relativa dos jovens nos dois quintis inferiores. Escolaridade elevada em vários membros do agregado, múltiplos objetivos de poupança (especialmente para a reforma) e planos de pensões voluntários elevam significativamente a probabilidade de investir em fundos. A perceção de restrições de crédito, a presença de crianças e, em menor grau, a menor tolerância ao risco desincentivam a entrada. Por outro lado, a presença de reformados continua a ter efeito positivo. Entre 2010 e 2021, o impacto do rendimento estabilizou, o efeito do género da pessoa de referência tornou-se estatisticamente nulo e o efeito do perfil de risco permaneceu robusto em toda a amostra.

Relações principais para Portugal

1. Crescimento económico

Highlights e Sumário Executivo

- A capitalização bolsista teve um impacto positivo no crescimento económico, embora o seu contributo tenha diminuído desde 2000, em linha com a tendência observada noutros países.

2. Empresas

- A entrada em bolsa está associada a um maior recurso a financiamento de longo prazo e a níveis mais elevados de investimento; também está associada a uma redução do custo da dívida e do esforço fiscal das empresas cotadas, mas de forma pouco significativa.
- As empresas listadas e suas subsidiárias evidenciam maior produtividade, embora esta vantagem perca significância estatística com a inclusão de efeitos fixos nos modelos econométricos.
- Empresas beneficiárias de capital de risco distinguem-se por uma maior propensão e intensidade exportadora, ao passo que as listadas apresentam menor propensão à exportação.
- O capital de risco e a colocação privada de dívida estão associados a maior propensão ao investimento em I&D.

3. Agregados familiares

- A participação nos mercados de capitais é fortemente determinada pela riqueza dos agregados, mais do que pelo rendimento, e reflete também efeitos de substituição com o investimento em habitação própria, especialmente entre os quintis intermédios.
- Agregados familiares mais velhos, sobretudo os mais ricos, tendem a participar mais nos mercados; entre os menos abastados, os jovens revelam maior propensão relativa.
- Níveis mais elevados de escolaridade dentro do agregado estão positivamente associados à participação nos mercados financeiros.
- Perceção de restrições ao crédito reduz a propensão a investir em ativos de mercado.
- A composição familiar também influencia a decisão: a presença de reformados potencia a participação; a presença de crianças tende a inibi-la.
- A existência de poupança líquida, planos de pensões voluntários e múltiplos objetivos de poupança está positivamente associada à participação em fundos e ações.
- A tolerância ao risco é um fator determinante da participação, sobretudo em instrumentos mais voláteis como ações e fundos de investimento.
- O nível de desenvolvimento dos mercados financeiros nacionais afeta positivamente a propensão dos agregados a participar.
- Os dados de 2021 para Portugal confirmam, em linhas gerais, os padrões observados na amostra da UE, embora algumas variáveis tenham perdido significância estatística.

Highlights e Sumário Executivo

- Observa-se, entre 2010 e 2021, um reforço do papel da riqueza e da escolaridade, e uma evolução diferenciada dos efeitos do rendimento e género.
-

Agradecimentos

Os autores agradecem a colaboração da CMVM, nomeadamente a disponibilização de informação estatística que, de outra forma, não seria possível obter, as discussões prévias tidas e o parecer recebido do *comité de acompanhamento* da CMVM.

Os autores agradecem ainda ao Laboratório de Investigação em Microdados do Banco de Portugal (BPLIM) pela disponibilização do acesso aos dados, bem como à Equipa BPLIM pelo continuado apoio.

Por fim, os autores agradecem também aos *discussants* dos capítulos apresentados no *workshop* ocorrido em novembro de 2024 – João Santos, Luís Brandão Marques, Carlos Madeira e Rui Albuquerque – por se terem disponibilizado para lerem e discutirem este trabalho.

Capítulo 1.

Desenvolvimento

do Mercado de Capitais e

Desenvolvimento Económico

Marcelo Serra Santos

Óscar Afonso

Tiago Neves Sequeira

Dezembro 2024

Índice

Capítulo 1. Desenvolvimento do Mercado de Capitais e Desenvolvimento Económico.....	1
Índice de tabelas, equações e gráficos	3
1.1. Introdução	6
1.2. Relação entre desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento económico: Revisão da Literatura	7
1.2.1. Análises em cross-section	8
1.2.2. Análises em <i>time-series</i>	8
1.2.3. Análises em dados de painel	9
1.2.4. Outras análises	10
1.3. Regressões.....	10
1.4. Dados e especificações.....	11
1.5. Resultados	12
1.6. Contabilidade do Crescimento	17
1.7. Método	17
1.8. Resultados	18
1.9. Conclusões	24
1.10. Bibliografia	26
1.11. Apêndice	29

Índice de tabelas, equações e gráficos

Tabela 1.1 - Estatística Descritiva.....	11
Tabela 1.2 – Desenvolvimento financeiro e crescimento económico.....	13
Tabela 1.3 – Desenvolvimento financeiro e crescimento económico (OCDE)	13
Tabela 1.4 – Desenvolvimento financeiro e produtividade total dos fatores	15
Tabela 1.5 – Desenvolvimento financeiro e produtividade total dos fatores (OCDE)	15
Tabela 1.6 – Desenvolvimento financeiro e patentes concedidas.....	15
Tabela 1.7 – Desenvolvimento financeiro e patentes concedidas (OCDE)	16
Equação (1.1) – Modelo de regressões para o crescimento económico.....	12
Equação (1.2) – Modelo de regressões para a produtividade total de fatores	12
Equação (1.3) – Modelo de regressões para a concessão de patentes.....	12
Equação (1.4) – Função de produção.....	17
Equação (1.5) – Função de acumulação de capital	18
Equação (1.6) – Decomposição do crescimento do PIB <i>per capita</i>	18
Equação (1.7) – Influência do desenvolvimento financeiro através do capital físico.....	18
Conjunto de Gráficos 1.1 - Importância de cada componente ao longo de países, quinquénio e <i>proxy</i>	20
Conjunto de Gráficos 1.2 – Eficiência do desenvolvimento financeiro por país e ao longo do tempo.	23

Lista de acrónimos e abreviaturas

ARDL	Autoregressive Distributed Lag
CDARDL	Common Dynamic Autoregressive Distributed Lag
CMVM	Comissão de Mercado de Valores Mobiliários
ECM	Error Correction Model
FMI	Fundo Monetário Internacional
GMM	Generalized Method of Moments
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
PCA	Principal Component Analysis
PIB	Produto Interno Bruto
PPC	Paridade do Poder de Compra
PTF	Produtividade Total de Fatores
PVAR	Panel Vector Autoregressive

Agradecimentos

Os autores agradecem à CMVM todo o apoio prestado na elaboração deste estudo, nomeadamente pelas sugestões relevantes para a estruturação do trabalho final. Adicionalmente, agradecer o contributo do Doutor Luís Brandão Marques durante o *Workshop* da CMVM cujas apreciações foram cuidadosamente integradas levando a um enriquecimento deste trabalho.

1.1. Introdução

O desenvolvimento financeiro, o crescimento económico e a relação entre ambos têm sido alvo de interesse por economistas e principais decisores de políticas há mais de um século, desenvolvendo-se através de diversos quadros teóricos e debates empíricos. O trabalho pioneiro de Schumpeter (1911) enalteceu a importância dos intermediários financeiros, como o setor bancário, na promoção do crescimento económico através do financiamento de investimento produtivo. A teoria de Schumpeter sugere que sistemas financeiros bem desenvolvidos encorajam a inovação tecnológica e o empreendedorismo através da mobilização das poupanças, alocação de capital de forma eficiente, e gestão do risco levando, assim, a favorecer o desenvolvimento económico. Esta perspetiva formou a base para os trabalhos subsequentes que exploram o papel dos sistemas financeiros no crescimento económico.

Mais tarde, trabalhos como os de McKinnon (1973) e Shaw (1973) lançam o debate acerca da repressão financeira – caracterizada pelo controlo das taxas de juro, programas de crédito direto, e forte regulação do setor financeiro – que impediu o crescimento económico através do sufoco da intermediação financeira, distorção das poupanças e decisões de investimento. Estes autores defendiam a liberalização financeira, sugerindo que isso levaria ao aumento da eficiência, encorajaria a poupança, e promovia o crescimento económico. Estes marcaram uma era de começo da hipótese de liberalização financeira como o motor crítico do progresso dos mercados e instituições financeiras, facilitando o progresso económico.

O trabalho empírico que valida as teorias anteriores começou a formar-se no final da década de 80 e 90 com a análise *cross section*. O estudo inovador de King e Levine (1993) forneceu evidência empírica que acabou por servir de suporte para a existência de uma relação positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento económico. Este trabalho provou que países com um sistema financeiro mais desenvolvido tendem a experienciar um crescimento económico mais rápido, níveis maiores de acumulação de capital e uma maior eficiência na alocação de recursos. Para além do referido, esta época também ficou marcada pela introdução de técnicas econométricas mais sofisticadas, tais como as regressões com variáveis instrumentais que tentam resolver o problema da endogeneidade.

No entanto, nem todos os estudos deste período foram unânimes nos seus resultados. Um dos exemplos disso foi o trabalho de Rajan e Zingales (1998) que levantou preocupações acerca dos potenciais efeitos negativos do desenvolvimento financeiro sob determinadas condições. Este artigo propõe que, embora o desenvolvimento financeiro, de forma geral, impulse o crescimento económico, pode também resultar em instabilidade económica, má alocação de recursos e crises económicas, caso não exista uma regulação adequada. Estes resultados fizeram emergir uma escola de pensamento mais cética que questiona a aplicação universal da relação entre desenvolvimento económico e o desenvolvimento financeiro e realçou os malefícios de um sistema financeiro sem restrições.

Nos anos mais recentes, a literatura tem evoluído no sentido de explorar a relação não-linear entre estas variáveis. Por exemplo, Arcand et al. (2015) mostraram evidência de que demasiado desenvolvimento financeiro poderá retardar o crescimento económico após determinado ponto, sugerindo assim uma relação de “U” invertido. Esta hipótese indica que um determinado nível de desenvolvimento financeiro é essencial para o crescimento, mas o excesso de dependência financeira leva a ineficiências, bolhas especulativas e aumento do risco de crises. Esta perspetiva tem substituído o foco de um simples efeito positivo para uma relação mais complexa.

Em resumo, a relação entre estas variáveis tem uma história rica, evoluindo desde os primeiros modelos teóricos até a um conjunto de trabalhos empíricos mais sofisticados que têm em conta a relação não linear, fatores específicos de contexto, e um conjunto potencial de efeitos negativos. É esta história que acaba por demonstrar a complexidade desta conexão económico-financeira e reforça a necessidade por uma compreensão profunda de como o sistema financeiro interage com o desenvolvimento económico ao longo de diferentes ambientes institucionais e políticos.

Os objetivos deste *capítulo* são o de clarificar a ligação entre o sistema financeiro e o crescimento económico e estruturar a contribuição do desenvolvimento financeiro na economia através de técnicas de regressão e de contabilidade do crescimento para um número considerável de países desenvolvidos.

A estrutura deste trabalho inicia-se com uma revisão da literatura da Relação entre desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento económico, seguido das Regressões, onde se apresentam as especificações estudadas, suas formas funcionais e variáveis, bem como os resultados. No texto apresentam-se os resultados de forma resumida enquanto no Apêndice se apresentam tabelas com as estimações completas. De seguida apresenta-se uma metodologia de Contabilidade do Crescimento que permite extrair o contributo dos mercados financeiros ou de capitais para o crescimento económico, seguindo-se a apresentação dos principais resultados e um novo facto estilizado. À semelhança do que acontece com a parte econométrica, vários resultados detalhados são apresentados em Apêndice. Por fim, apresentam-se as Conclusões, a Bibliografia e o Apêndice.

1.2. Relação entre desenvolvimento dos mercados de capitais e o crescimento económico: Revisão da Literatura

Teoricamente, o desenvolvimento financeiro promove o crescimento económico através do aumento da eficiência na alocação do capital (afetação de poupanças ao investimento), facilitando o comércio, e encorajando a inovação tecnológica. No entanto, a evidência empírica desta relação providencia um quadro complexo, caracterizado por resultados variados ao longo de países, espaço temporal e metodologia econométrica. Estudos ao longo de países frequentemente demonstram uma correlação positiva. No entanto, estes poderão sofrer de potencial enviesamento devido à omissão de variáveis ou causalidade inversa. As análises em espaço temporal fornecem uma compreensão maior através da obtenção de aspetos dinâmicos dentro de países ao longo do tempo. Contudo, estes estão limitados pela

sua generalização para contextos mais vastos. A abordagem através de dados em painel tem vindo a tornar-se mais popular pela sua capacidade de controlar a heterogeneidade entre países e a endogeneidade, revelando resultados mais robustos.

1.2.1. Análises em *cross-section*

A análise *cross section* traça um retrato desta relação económico-financeira ao longo de países, permitindo aos investigadores aferir através da diversidade institucional e contexto macroeconómico. Alguns estudos têm adotado esta abordagem para realçar um impacto geral, embora heterogéneo, desta relação.

Por exemplo, Beck et al. (2000) usaram regressões com variáveis instrumentais para controlar a endogeneidade e causalidade inversa. Estes encontraram uma associação robusta e positiva entre crédito privado e crescimento económico. Esta conclusão é consistente com a de Levine et al. (2000), que aplicaram técnicas de estimação *cross-sectional e Generalized Method of Moments (GMM)*. Os seus resultados reforçaram a significância dos intermediários financeiros, tais como o crédito privado e passivo líquido, na promoção do crescimento económico.

No entanto, o impacto do desenvolvimento financeiro não é universalmente aceite como sendo positivo. Gregorio e Guidotti (1995), usando o rácio de crédito doméstico sobre o setor privado como *proxy*, observaram, de facto, um efeito positivo global no crescimento económico. Não obstante, quando o estudo envolveu um foco mais regional (países da América Latina) este efeito alterou-se, sugerindo que os fatores estruturais e institucionais das regiões podem influenciar esta ligação financeira-económica.

1.2.2. Análises em *time-series*

A análise *time-series* oferece uma capacidade de obter um panorama mais dinâmico na relação do desenvolvimento financeiro com o crescimento, tornando-se essencial para a extração dos efeitos dentro de um país, onde as variáveis macroeconómicas e institucionais se mantêm relativamente constantes.

Yang e Yi (2008), num trabalho com especial foco na Coreia do Sul, demonstraram um impacto positivo e significativo do desenvolvimento financeiro no crescimento económico com alguma evidência de causalidade bidirecional. Estes resultados estão em linha com os de Horng et al. (2012), que aplicaram o método de *Error Correction Model (ECM)* para a Tailândia. Estes confirmaram um equilíbrio de longo prazo conjunto do desenvolvimento financeiro, procura e crescimento económico, enquanto reforçam a existência de causalidade de Granger do desenvolvimento financeiro no crescimento económico no curto prazo.

De forma similar, Liu e Hsu (2006) investigaram países como o Japão, Tailândia e Coreia do Sul, revelaram que o efeito do desenvolvimento financeiro no crescimento varia por país. Enquanto na Tailândia e Coreia do Sul há evidência de um impacto positivo, no Japão os resultados apontam para

um efeito negativo. Mais uma vez, estes impactos sugerem a existência de variabilidade nos resultados de acordo com fatores específicos a cada país, tais como a estrutura económica e ambiente político, que são, na realidade, melhor capturados através da análise *time-series*.

1.2.3. Análises em dados de painel

A análise em dados de painel integra ambas as dimensões referidas anteriormente em simultâneo. Este permite o controlo de ambas as dimensões (temporal e seccional), assim providenciando uma robustez de resultados das dinâmicas mais complexas entre as variáveis financeira-económica.

No caso do trabalho de Law e Singh (2014) foram aplicadas técnicas de *Dynamic Panel Threshold* e GMM para obter uma relação não linear entre crescimento e desenvolvimento financeiro. Assim, os resultados apontavam para impactos tanto positivos como negativos dependendo se os valores do indicador de desenvolvimento financeiro estaria acima ou abaixo de um determinado ponto. Complementarmente ao anterior o trabalho de Selvasundaram et al. (2022), aplicando os estimadores *Mean Group* e *Common Dynamic ARDL* (CDARDL) para demonstrar o efeito positivo do desenvolvimento financeiro no crescimento económico até determinado ponto, a partir do qual este se torna negativo. Cecchetti and Kharroubi (2012), num estudo com diversas *proxies* de desenvolvimento financeiro, tais como o crédito bancário, crédito privado, peso do emprego do setor financeiro no emprego total, entre outros, também encontraram evidência de benefícios do setor financeiro no crescimento económico até determinado ponto. Todos estes estudos reforçam a existência de um efeito de “U” invertido na relação financeira-económica.

Adicionalmente, Duarte et al. (2023), aplicando um modelo *Panel Vector Autoregressive* (PVAR) e GMM, confirmaram uma relação bidirecional e positiva entre desenvolvimento financeiro e crescimento do produto através do canal de investimento. Estas conclusões estão de acordo com o obtido por Samargandi et al. (2015), que reportaram uma relação de “U” invertido aplicando o *Principal Component Analysis* (PCA) para gerar indicadores compósitos do desenvolvimento financeiro. Ambos os estudos revelam também como os efeitos do desenvolvimento financeiro podem variar significativamente ao longo das especificidades das estruturas económicas e dos sistemas financeiros de cada país.

Em alternativa, em vez do desenvolvimento financeiro, Henry (2000) estuda a relação entre a liberalização financeira e o crescimento do investimento privado. Segundo este trabalho, os países que adotaram uma liberalização dos mercados financeiros experienciaram um crescimento pouco usual do investimento privado, levando a crer que este também poderá ser um fator que potencia o crescimento económico. Numa leitura ligada às crises financeiras, Mian e Sufi (2014), Schularick e Taylor (2012), Reinhart e Rogoff (2009) e Cerra e Saxena (2008) realçam as suas implicações abrangentes em diversos aspetos económicos que impactam negativamente o próprio crescimento do PIB.

1.2.4. Outras análises

A relação entre o desenvolvimento financeiro e crescimento económico está profundamente interligado com a qualidade das instituições, fatores comportamentais e considerações metodológicas. Levine (1997) enfatiza que o funcionamento dos sistemas financeiros é influenciado por avanços tecnológicos, pelo quadro legal e qualidade institucional que, por sua vez, promovem o crescimento ao melhorar a alocação de capital, redução de custos de transação e facilidade na gestão de risco. Esta perspetiva é apurada por Zingales (2015), indicando que um sistema financeiro inclusivo e competitivo só consegue prosperar dentro de um estado de direito e confiança pública nas instituições financeiras. Este argumenta que para os sistemas financeiros conseguirem contribuir para um estado social, estes devem ser transparentes e responsáveis, já que a falta de confiança pode minar os seus efeitos positivos no crescimento económico.

No entanto, numa meta-análise realizada por Valickova et al. (2015), os efeitos observados do desenvolvimento financeiro variam dependendo do tipo de metodologia e no tipo de países. Estes autores referem que em geral o desenvolvimento financeiro suporta o crescimento, mas esta relação é mais fraca em países menos desenvolvidos e o seu efeito tem desvanecido globalmente desde os anos 80, possivelmente devido a alterações no ambiente financeiro global. Estes também reforçam a ideia de que o mercado de ações tem um impacto positivamente maior no crescimento económico em comparação com outros intermediários financeiros.

Numa ótica de análise de crises financeiras, Sufi e Taylor (2022) explora como estes podem não ser eventos aleatórios concluindo que são frequentemente precedidos por booms de crédito e preço de ativos elevados. Este trabalho foca a importância do enviesamento comportamental na explicação de crises, argumentando que a instabilidade pode minar os benefícios de longo prazo do desenvolvimento financeiro. Em específico, o excesso de otimismo e abertura ao risco pode enviesar esta ligação, sugerindo que um conhecimento mais profundo da dinâmica do mercado financeiro é necessário para se colmatar os problemas do excessivo crescimento do crédito e instabilidade financeira.

1.3. Regressões

Nesta secção, iremos debruçar-nos sobre os modelos empíricos aplicados para verificar a relação das variáveis de interesse. De acordo com uma meta-análise de Valickova et al. (2015: Tabela 3), a maioria dos estudos usa como variáveis *proxy* do desenvolvimento dos mercados de capitais as seguintes: crédito privado, capitalização bolsita, volume de negócios em bolsa e rácio de *turnover*. Na nossa análise incluímos cada uma destas 4 variáveis. O mesmo estudo indica que as principais variáveis de controlo são o investimento em capital físico, o capital humano, o comércio, a estabilidade política e o nível inicial de rendimento *per capita*. Usamos todas estas variáveis de controle de forma a minimizar o enviesamento por variáveis omissas. De referir que como *proxy* da estabilidade política que é

usualmente um indicador pouco variável no tempo, usamos o peso do consumo do estado no PIB, variável também usualmente usada nas regressões de crescimento.

A análise de regressões permite identificar as significâncias estatísticas e quantificar os efeitos das variáveis explicativas, permitindo um quadro robusto para a compreensão das dinâmicas inerentes. Pretende-se isolar o efeito do impacto das variáveis explicativas na variável explicada com um conjunto de variáveis de controlo e efeitos fixos por forma a diminuir a existência de enviesamentos ligados à omissão de variáveis. As especificações dos modelos aplicados serão debatidas na secção seguinte e, posteriormente, serão apresentados os resultados obtidos.

1.4. Dados e especificações

Este trabalho pretende analisar o papel que o desenvolvimento financeiro desempenha no crescimento económico dos países. Para tal, torna-se essencial a recolha de um conjunto de dados em painel que permita a realização desta tarefa. Assim, foi reunido um conjunto de 183 países num espaço temporal compreendido entre 1950 e 2019 que agrega, também, variáveis *proxy* para o desenvolvimento financeiro e o crescimento do PIB real *per capita*. A seguir de forma a criarmos uma amostra de países mais homogéneo do ponto de vista institucional usaremos apenas os países da OCDE na amostra. Na Tabela 1.1 é possível verificar a estatística descritiva das variáveis aplicadas nas regressões antes da logaritmação e na Tabela 1.A é apresentado o conjunto de fontes e outras informações.

Tabela 1.1 - Estatística Descritiva

Variável	Obs	Média	Desvio-padrão	Min	Max
PIB real <i>per capita</i>	10399	14101,82	23746,75	214,55	444763,30
Capital Humano	8637	2,09	0,73	1,01	4,35
Investimento	3309	3,06	3,45	-7,98	32,33
Abertura comercial	7422	75,44	51,06	0,02	442,62
Share Consumo Governo	10399	0,19	0,12	-2,61	4,29
Crédito Bancário	7403	35,24	34,33	0,00	304,58
Crédito Privado	6154	44,15	276,91	0,00	15675,28
Outro crédito	6137	7,30	275,14	-8,17	15659,60
Capitalização Bolsista	2277	58,34	97,01	0,01	1349,37
<i>Turnover</i>	2082	45,22	73,47	0,02	1721,54
Volume de negócios	2429	27,30	59,70	0,00	952,67
Produtividade Total de Fatores em PPC	6407	0,73	0,29	0,03	3,70
Globalização Financeira	8183	49,83	18,62	6,85	98,26
Índice de Instituições Financeiras	6306	0,37	0,22	0,01	1,00
Índice de Mercados Financeiros	5934	0,20	0,23	0,00	1,00
Índice de Desenvolvimento Financeiro	6333	0,28	0,21	0,00	1,00
Patentes concedidas <i>per capita</i>	5001	205,50	529,15	0,01	8691,58

O modelo adotado segue a construção típica realizada pelos estudos empíricos que observam o impacto do desenvolvimento financeiro no crescimento económico. A equação 1.1 apresenta o modelo econométrico aplicado para a investigação da relação referida anteriormente:

$$CE_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PIB_{i,t-1} + \beta_2 R_{i,t-1} + \beta_3 DR_{i,t-1}^2 + \beta_4 HC_{i,t} + \beta_5 X_{i,t-1} + \vartheta_i + \vartheta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1.1)$$

Onde CE representa o crescimento económico medido através da primeira diferença do logaritmo do PIB real *per capita* no país i no ano t ; PIB é uma variável de controlo de convergência económica medida pelo logaritmo do PIB real *per capita* para o ano $t-1$; R corresponde ao conjunto de variáveis *proxy* que pretendem medir o desenvolvimento financeiro para o ano $t-1$, por se acreditar no efeito desfasado no tempo, tal como adotado por Arcand et al. (2015). Para além disso, alguns estudos identificam um efeito não linear entre desenvolvimento financeiro e o crescimento, tais como Samargandi et al. (2015) ou Law e Singh (2014). Assim, há a necessidade de incluir o termo R^2 que tem uma interação com o termo D que tem uma função seletiva, dependendo se se pretende uma análise linear ou não linear, através uma atuação binária (0 para linear e 1 para não-linear); HC refere-se ao capital humano, único controlo sem desfasamento; X denota o vetor de variáveis de controlo que inclui o investimento desfasado, o grau de abertura do país, e a share do consumo governamental; ϑ_i representa os efeitos não observados específicos a cada país e ϑ_t capta os efeitos do tempo, ambos controlados através de variáveis *dummy*; $\varepsilon_{i,t}$ é o termo relativo ao erro.

Adicionalmente, para o estudo de outros canais de transmissão do desenvolvimento financeiro sobre a economia o modelo pode adotar outros dois formatos idênticos ao anterior, mas com a substituição da variável dependente:

$$PTF_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PTF_{i,t-1} + \beta_2 R_{i,t-1} + \beta_3 DR_{i,t-1}^2 + \beta_4 HC_{i,t} + \beta_5 X_{i,t-1} + \vartheta_i + \vartheta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1.2)$$

$$PAT_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PAT_{i,t-1} + \beta_2 R_{i,t-1} + \beta_3 DR_{i,t-1}^2 + \beta_4 HC_{i,t} + \beta_5 X_{i,t-1} + \vartheta_i + \vartheta_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1.3)$$

Na equação 1.2, apresenta-se o modelo que pretende estudar o efeito do desenvolvimento financeiro na produtividade total de fatores como forma de intermediação no efeito do crescimento do PIB, que se estuda na 1.1, mas neste caso, a variável dependente será a única alteração em relação a este, passando a sua designação para PTF .

No caso da 1.3, repete-se o processo anterior com o foco, neste caso, no estudo dos efeitos do desenvolvimento financeiro na concessão de patentes *per capita* PAT .

1.5. Resultados

Nesta secção é sintetizado o grupo de resultados relativo aos modelos apresentados na secção anterior, bem como a análise dos mesmos.

Com vista à análise econométrica da relação do desenvolvimento financeiro-económico, apresentado anteriormente na 1.1 foi produzido um conjunto de resultados resumido na Tabela 1.2 para as relações não lineares ($D = 1$). Uma vez que as relações lineares não acrescentam dados novos são apresentadas em apêndice. Sumariamente a relação em U-invertido usualmente reportada na literatura em regressões de dados de painel entre o crescimento e as variáveis de desenvolvimento financeiro não é rejeitada qualitativamente, embora a significância estatística varie bastante de variável para variável, destacando-se claramente a capitalização bolsista como a mais robusta como variável explicativa do crescimento económico.

Tabela 1.2 – Desenvolvimento financeiro e crescimento económico

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	-0.22 (0.15)	2.72 (2.02)	3.02 (2.24)	0.40 (0.58)	-0.65 (0.45)	0.23 (0.19)
$R^2_{i,t-1}$	-0.01 (0.02)	-0.58* (0.31)	-0.81** (0.35)	0.27*** (0.10)	0.11* (0.06)	-0.06 (0.05)
Obs	1382	2393	1969	1500	1399	1630
Paineis	103	114	114	75	75	80
R ²	0.24	0.23	0.25	0.29	0.28	0.26
Anos	46	46	46	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2018	2018	2018	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controlos mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

Tabela 1.3 – Desenvolvimento financeiro e crescimento económico (OCDE)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	-0.16 (0.16)	1.33 (1.59)	0.40 (0.55)	-0.53 (0.46)	-0.32 (0.30)	0.13 (0.15)
$R^2_{i,t-1}$	-0.01 (0.02)	-0.16 (0.21)	-0.21 (0.17)	0.32*** (0.10)	0.08* (0.04)	-0.02 (0.03)
Obs	604	988	820	959	897	1012
Paineis	35	38	38	34	34	38
R ²	0.42	0.32	0.39	0.34	0.35	0.33
Anos	45	45	45	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2017	2017	2017	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; Cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controlos mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

As variáveis de controlo apresentam, em geral, os sinais e significâncias estatísticas esperadas: negativo para o desfasamento do PIB real *per capita* e dentro dos valores esperados, indicando o efeito de convergência condicionada, usualmente positivo para o capital humano e para a abertura da economia

e usualmente negativo para o peso do consumo do estado no PIB; mas verifica-se usualmente a inexistência de significância estatística do investimento do capital físico desfasado.

Na análise não-linear da Tabela 1.2, onde se apresentam os coeficientes e respetiva significância para as variáveis do desenvolvimento financeiro não se consegue provar a existência de uma relação estatisticamente significativa de “U” invertido, uma vez que o coeficiente do termo não linear é tipicamente não significativo. Um aumento percentual do crédito bancário está associado, na sua média, a um decréscimo em cerca de 0,41% do crescimento económico quando um país atinge os seus valores médios. Por seu lado cada aumento percentual do crédito privado está associado a um decréscimo em cerca de 0,72% do crescimento económico; nos seus valores médios. Já a capitalização bolsista tem uma influência positiva e significativa no crescimento económico que se torna mais evidente quando a capitalização é mais forte (o que é verificada pela alta significância do termo não linear). De facto, cada aumento percentual da capitalização bolsista está associada a um aumento em cerca de 0,32% do crescimento económico, nos seus valores médios. Por último, o *turnover* traduz-se num aumento cerca de 0.1% por cada aumento percentual.

A Tabela 1.3 mostra a mesma especificação, mas apenas para os países da OCDE. Aqui verifica-se que os créditos bancários e privados deixam de ter significância estatística e a capitalização bolsista mantém e reforça o seu efeito estatisticamente significativo de sinal positivo. De facto, cada aumento percentual da capitalização bolsista está associada a um acréscimo em cerca de 0,35% do crescimento económico; nos seus valores médios. Adicionalmente, o *turnover*, garante um aumento de 0,1% no crescimento económico por cada aumento percentual no *turnover*. Em suma os valores de crédito têm tipicamente um sinal negativo e significativo (na amostra total) e os valores associados ao mercado de capitais tem um sinal positivo e significativo (nas duas amostras).

As conclusões mostram que a capitalização bolsista é, dos indicadores usados, aquele que se deve ter em conta quando se procuram variáveis explicativas condicionais do crescimento económico e esse efeito é tão mais importante quanto mais capitalização bolsista já existe e nos países mais desenvolvidos. *A ilação para Portugal, país que se situa num valor intermédio de capitalização bolsista no mundo, o aumento da mesma deverá estar relacionado com um aumento do seu crescimento potencial.*

Tabela 1.4 – Desenvolvimento financeiro e produtividade total dos fatores

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	-0.20 (0.14)	1.61 (1.39)	1.40 (1.30)	0.15 (0.39)	-0.21 (0.31)	0.18 (0.15)
$R_{i,t-1}^2$	0.01 (0.02)	-0.30 (0.20)	-0.44** (0.20)	0.15* (0.08)	0.07 (0.05)	-0.04 (0.04)
Obs	1249	2206	1797	1456	1358	1586
Paineis	89	100	100	71	71	76
R ²	0.19	0.17	0.21	0.19	0.19	0.17
Anos	46	46	46	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2018	2018	2018	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; Cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controles mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

Tabela 1.5 – Desenvolvimento financeiro e produtividade total dos fatores (OCDE)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	-0.14 (0.16)	0.73 (0.74)	0.54 (0.47)	-0.41 (0.28)	-0.21 (0.21)	0.16 (0.15)
$R_{i,t-1}^2$	-0.01 (0.02)	-0.10 (0.12)	-0.20 (0.12)	0.15* (0.08)	0.06 (0.04)	-0.02 (0.03)
Obs	603	987	819	958	897	1012
Paineis	35	38	38	34	34	38
R ²	0.27	0.21	0.27	0.23	0.25	0.24
Anos	45	45	45	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2017	2017	2017	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; Cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controles mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

Nas tabelas Tabela 1.4 e Tabela 1.5 os resultados obtidos indicam que cada ponto percentual de aumento do crédito privado contribuem para uma redução do crescimento do PTF em 0,39% quando se considera a amostra total (Tabela 1.4), perdendo a significância estatística quando a amostra se reduz aos países da OCDE (Tabela 1.5). No caso da capitalização bolsista, cada variação percentual positiva contribui para o aumento da PTF em cerca de 0,18%. A correlação condicional positiva da capitalização bolsista com o crescimento da PTF é novamente obtida para os países da OCDE.

Tabela 1.6 – Desenvolvimento financeiro e patentes concedidas

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	4.62** (2.02)	3.52 (8.85)	-3.44 (6.93)	1.33 (3.66)	-3.70 (3.85)	-0.95 (1.94)
$R_{i,t-1}^2$	0.35** (0.16)	-0.69 (1.63)	0.31 (1.42)	-0.84 (0.74)	0.68 (0.55)	0.36 (0.39)
Obs	1026	1654	1412	1206	1119	1307
Paineis	83	93	91	68	67	74
R ²	0.22	0.17	0.16	0.17	0.20	0.16
Anos	45	45	45	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2017	2017	2017	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; Cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controles mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

Tabela 1.7 – Desenvolvimento financeiro e patentes concedidas (OCDE)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
$R_{i,t-1}$	5.55** (2.11)	8.52 (8.08)	0.33 (3.23)	7.18** (2.92)	-4.37** (2.04)	1.06 (1.97)
$R_{i,t-1}^2$	0.32 (0.29)	-1.72 (1.13)	-0.80 (0.88)	-1.12 (0.68)	0.64 (0.39)	0.17 (0.38)
Obs	553	871	726	808	750	862
Paineis	32	36	35	32	32	37
R ²	0.19	0.14	0.13	0.17	0.19	0.17
Anos	45	45	45	43	42	42
Ano inicial	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Ano final	2017	2017	2017	2018	2018	2018

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$; Erros-padrão robustos dentro de parênteses; Cada coluna corresponde a uma regressão diferente em que apenas há uma mudança da *proxy* relativa ao desenvolvimento financeiro: (1) Outro crédito, (2) Crédito bancário, (3) Crédito privado, (4) Capitalização bolsista, (5) *Turnover*, (6) Volume de negócios. Os coeficientes apresentados foram multiplicados por 100. Todas as regressões incluem os controles mencionados no texto, *dummies* de ano e país.

Por último, a análise do conjunto de regressões que replicam o modelo da equação 1.3 apresenta um efeito positivo e estatisticamente significativo do outro crédito (crédito não bancário incluindo obrigações ou capital de risco), o que é particularmente relevante tratando-se de uma medida de inovação. Assim, os resultados obtidos indicam que cada ponto percentual de aumento do outro crédito contribuem para um aumento do crescimento das patentes *per capita* em 0,1% quando se considera a amostra total (Tabela 1.4) e de 0,06% quando se considera a amostra dos países da OCDE (Tabela 1.4). Neste caso a capitalização bolsista apresenta um sinal estatisticamente significativo apenas na amostra de países da OCDE, cada ponto percentual de aumento da capitalização bolsista contribuem para um aumento do crescimento das patentes *per capita* em 0,07%. Por último, cada aumento percentual no *turnover* leva a um decréscimo em cerca de 0,04% no crescimento das patentes *per capita*.

Em resumo, de acordo com os resultados apresentados anteriormente, a proxy capitalização bolsista é a que apresenta uma relação significativa e positiva com o crescimento económico, com o crescimento da produtividade total de fatores e das patentes per capita (neste caso quando se considera a OCDE).

De seguida apresentam-se os efeitos esperados para a Economia portuguesa de um aumento percentual de 1 ponto em cada uma das variáveis estudadas acima em cada uma das variáveis dependentes, crescimento económico, capacidade inovadora medida pela produtividade total dos fatores e crescimento do número de patentes *per capita*.¹

Tabela 1.8 – Efeitos Marginais adaptados a Economia Portuguesa (regressões OCDE)

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Crescimento do PIB real <i>per capita</i>		Crescimento da PTF	Crescimento do número de patentes <i>per capita</i>		
Capitalização	<i>Turnover</i>	Capitalização	Outro Crédito	Capitalização	<i>Turnover</i>
0,023	0,007	0,011	0,056	0,072	-0,044

Os resultados tendem a indicar um contributo positivo da capitalização bolsista e do *turnover* no crescimento económico português – 1 ponto percentual leva a um aumento em 0,023% e 0,007%, respetivamente. Nas regressões relativas à capacidade inovadora do país, a capitalização bolsista contribui com 0,011% por cada ponto percentual de aumento. Por último, nas regressões relativas ao crescimento do número de patentes *per capita*, cada ponto percentual de outro crédito leva ao aumento em 0,056%, a capitalização bolsista contribui com 0,072% e o *turnover* contribui para um decréscimo do número de patentes reduz em 0,044%.

1.6. Contabilidade do Crescimento

A análise da contabilidade do crescimento é uma ferramenta importante para observar a decomposição do contributo dos vários motores do crescimento económico. A metodologia seguirá um conjunto de estudos recentes que dão relevância ao desenvolvimento financeiro na criação de capital e, por sua vez, contribuir para a eficiência desse investimento – e.g., Calcagno et al. (2024), Goddard et al. (2011) e Pagano e Japelli (1993). Esta abordagem complementar os resultados obtidos nas regressões da secção anterior, permitindo contextualizar e clarificar as dinâmicas do crescimento económico.

1.7. Método

Para a apresentação da decomposição do crescimento existe um conjunto de pressupostos que é necessário assumir. A função produção é Cobb-Douglas, tipicamente usada pela literatura ligada a este tópico, tal como apresentado na 1.4:

$$Y = AK^\alpha H^{1-\alpha} \quad (1.4)$$

¹ Estes resultados não podem ser lidos de forma acrítica uma vez que as implicações são retiradas de regressões para países da OCDE e não apenas para a economia Portuguesa. Os efeitos não lineares são calculados usando a média da respetiva variável explicativa para Portugal.

Em que $H=hL$, sendo que h representa o capital humano e L a quantidade de trabalho. Com uma função de acumulação de capital:²

$$\dot{K} = RI - \delta K \quad (1.5)$$

Onde R é uma *proxy* da eficiência dos mercados financeiros potencialmente induzida pelo desenvolvimento dos mercados financeiros (como em Calcagno et al., 2024). Mede-se R por cada uma das variáveis que se usaram antes para o desenvolvimento do mercado financeiro.³

Assim, o crescimento do PIB *per capita* de um país terá a seguinte decomposição:

$$g_y = g_A + (1 - \alpha)g_h + \alpha \left[\frac{RI}{K} - (\delta + n) \right] \Leftrightarrow 1 = \frac{g_A}{g_y} + \frac{(1-\alpha)g_h}{g_y} + \frac{\alpha \left[\frac{RI}{K} - (\delta + n) \right]}{g_y} \quad (1.6)$$

Deste modo, pode obter-se a influência de R no crescimento de um país indiretamente através da sua influência na componente associada ao capital físico:

$$\frac{\alpha}{g_y} \left[\frac{RI}{K} - (\delta + n) \right] - \frac{\alpha}{g_y} \left[\frac{I}{K} - (\delta + n) \right] = \frac{\alpha}{g_y} \frac{(R-1)I}{K} \quad (1.7)$$

Estabelece-se assim uma medida da importância dos mercados financeiros no crescimento económico (por decomposição) que é relevante essencialmente como medida de comparação entre países e no tempo, embora sem relevo interpretativo do seu valor absoluto.

1.8. Resultados

Os resultados obtidos seguem a linha de pensamento apresentada na secção anterior em que o valor apresentado para cada ano refere-se ao valor médio do quinquénio – cada uma das páginas seguintes apresenta valores para cada um dos quinquénios (2000-2005, 2006-2010, 2011-2015, 2016-2019). Os gráficos expostos abaixo apresentam diferentes perspetivas de análise:

O Conjunto de Gráficos 1.1 refere-se a uma análise da importância que cada componente de crescimento tem em termos percentuais, tendo em conta a função de produção da equação 1.4. A disposição dos mesmos inclui todos os países em análise para cada *proxy* de desenvolvimento financeiro e para cada quinquénio.⁴ Nestes, é possível constatar que para a generalidade dos países, o capital físico (investimento) tende a ser uma componente importante do crescimento económico, ultrapassando muitas vezes os 50%.⁵ No entanto para Portugal, a importância do capital físico no crescimento

² Um exercício alternativo de decomposição do crescimento em que o nível de desenvolvimento do mercado de capitais atuasse através da produção de tecnologia fica limitado pela inexistência de dados por país para um número razoável de anos de crédito ou outras medidas do desenvolvimento do mercado financeiro específicas para o setor de I&D. Assim considera-se um modelo mais geral em que o capital deve ser entendido como conceito amplo, na linha dos modelos AK (Romer, 1990, Rebelo, 1991).

³ Apresenta-se em anexo um teste de robustez com as medidas sintéticas do FMI.

⁴ Em anexo encontra-se o mesmo tipo de gráficos para as *proxies* relacionadas com medidas do FMI (Conjunto de Gráficos 1.B).

⁵ A importância é menor quando a eficiência do setor financeiro é medida pelas variáveis de desenvolvimento financeiro do FMI (Conjunto de Gráficos 1.B).

económico decresceu ao longo dos quinquénios entre 2000 e 2019, o que é nítido pela observação do Conjunto de Gráficos 1.1.

O Conjunto de Gráficos 1.2 permite o comparativo, para cada *proxy* do desenvolvimento financeiro individualmente, entre os países e/ou quinquénios do contributo do desenvolvimento do mercado de capitais para o crescimento económico, tal como ele foi definido pela equação 1.7, no anexo⁶. Para estes, pode-se concluir que qualquer que seja a *proxy* de desenvolvimento financeiro esta tendeu a aumentar a sua importância para o crescimento do produto entre os anos 2000 e 2010 sendo que, a partir daí, há uma evidente quebra. Adicionalmente, ainda com recurso à equação 1.7, o Conjunto de gráficos 1.E tem uma abordagem que permite extrair a informação da evolução temporal e por país da eficiência do desenvolvimento financeiro, comparando ainda o contributo do capital físico para o crescimento económico com e sem a componente da eficiência do setor financeiro designado por R acima.

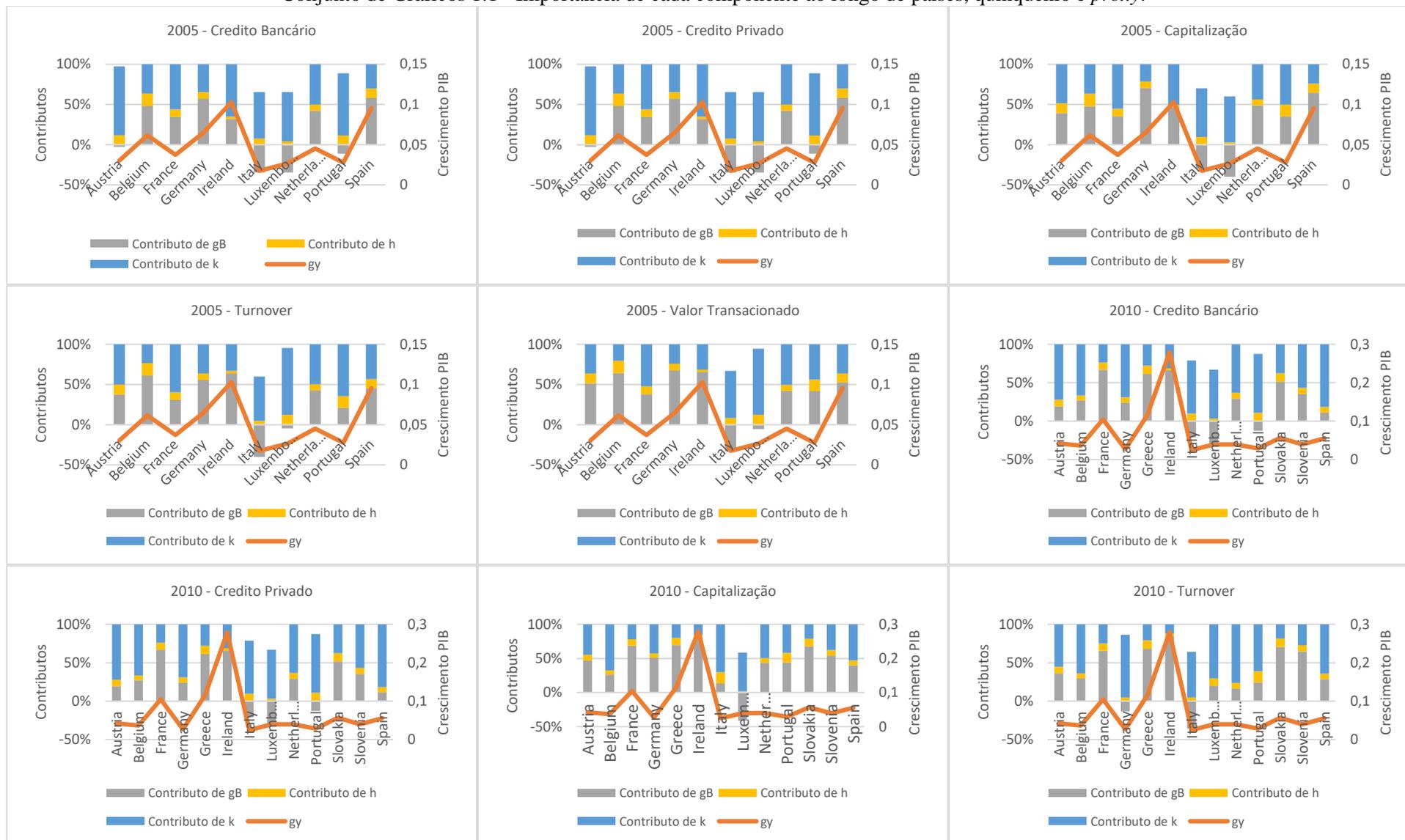
Este facto é ainda confirmado quando se usam as medidas de desenvolvimento financeiro do FMI o que pode ser conferido pela análise dos gráficos Conjunto de gráficos 1.F apresentados no anexo.

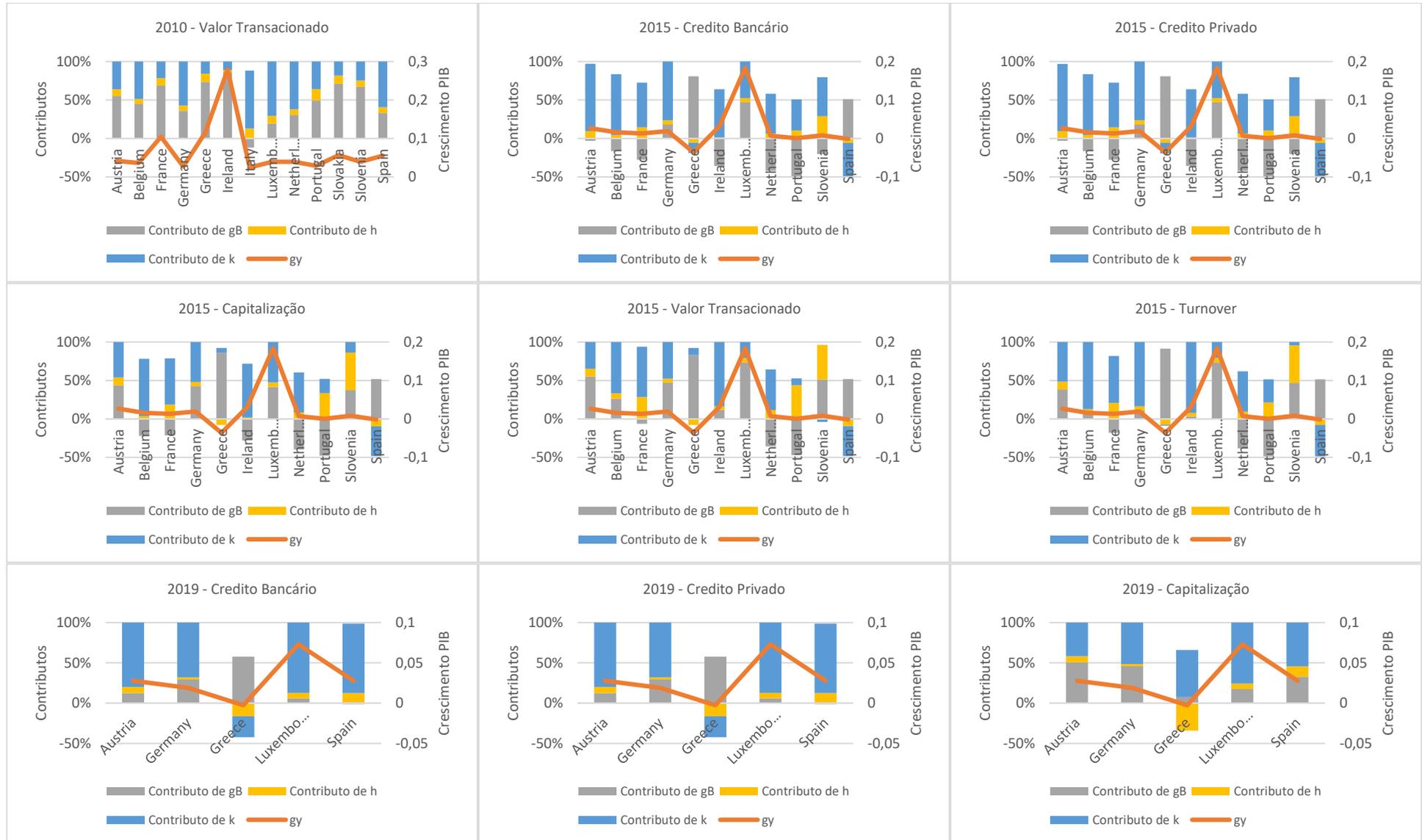
Ao longo do tempo, os Países Baixos, Luxemburgo e Irlanda foram os países em que o desenvolvimento do mercado de capitais mais contribuiu para o seu crescimento económico.

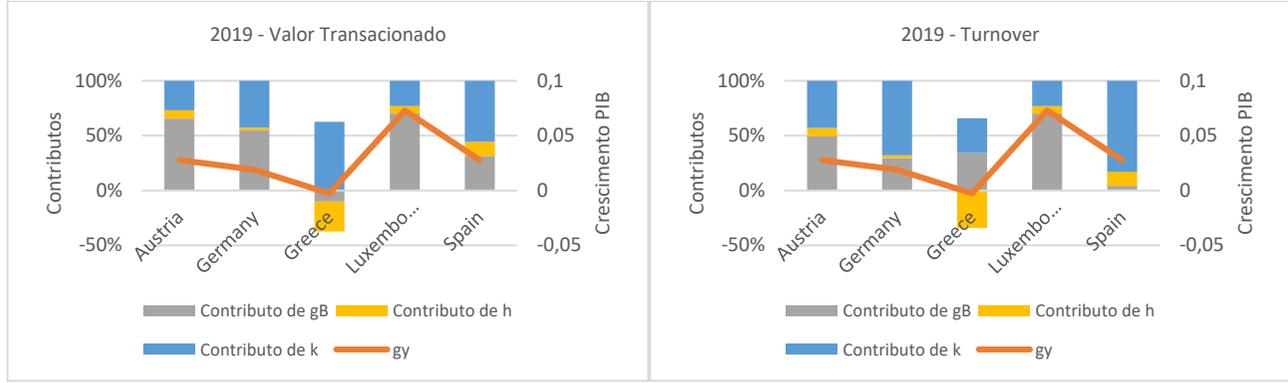
Ao ser comum à generalidade dos países e variáveis usadas como *proxies* do desenvolvimento financeiro ou do mercado de capitais parece poder caracterizar-se como um *facto estilizado* deste período para este conjunto de países: *o desenvolvimento do mercado de capitais teve um maior contributo para o crescimento económico entre 2000 e 2010, tendo decrescido a partir daí.*

⁶ Para as medidas do FMI, os gráficos estão disponíveis no anexo: Conjunto de gráficos 1.F. Adicionalmente, com recurso à equação 1.7, o Conjunto de gráficos 1.E tem uma abordagem que permite extrair a informação da evolução temporal e por país, do contributo do capital no crescimento e da eficiência do desenvolvimento financeiro (através da *proxy* Índice de Desenvolvimento Financeiro do FMI).

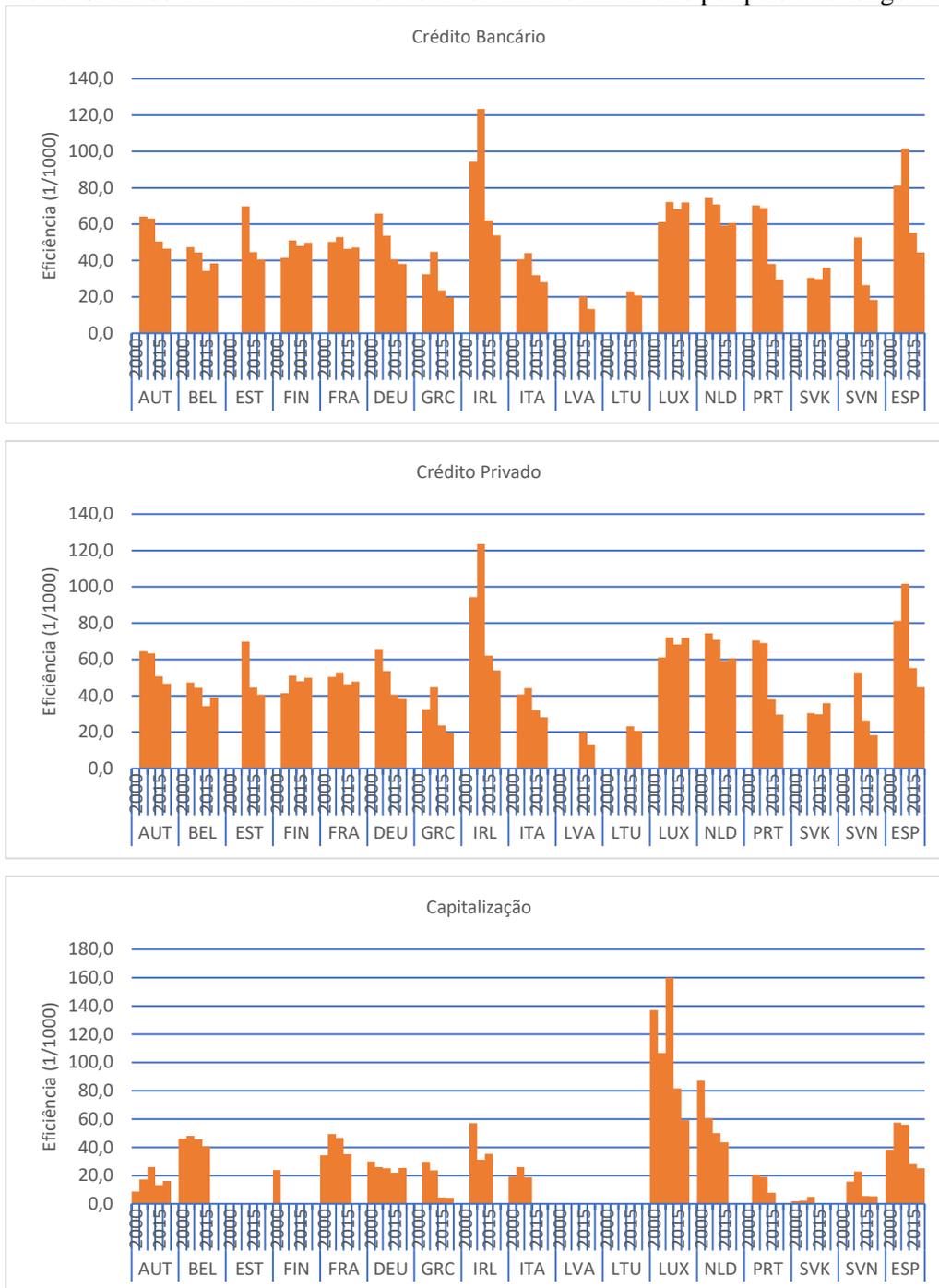
Conjunto de Gráficos 1.1 - Importância de cada componente ao longo de países, quinquênio e *proxy*.

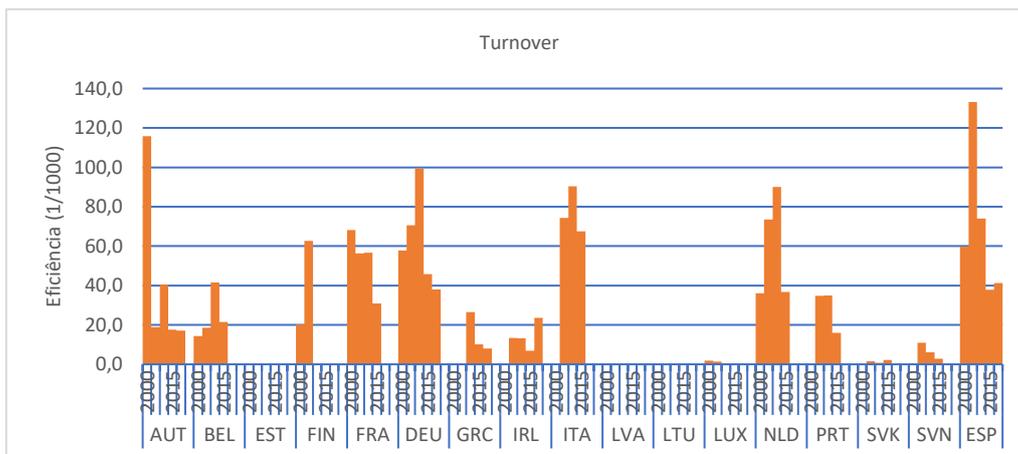
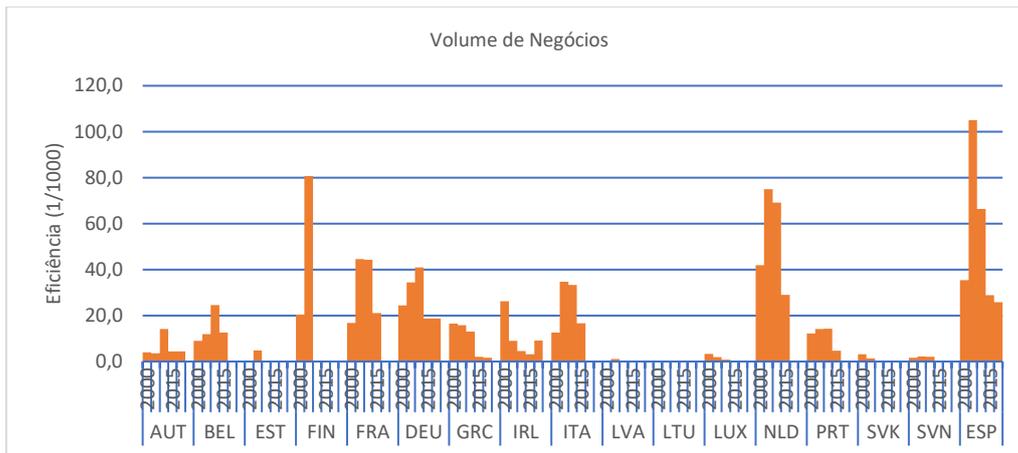






Conjunto de Gráficos 1.2 – Eficiência do desenvolvimento financeiro por país e ao longo do tempo.





1.9. Conclusões

Os resultados deste estudo confirmam a relevância do desenvolvimento financeiro para o crescimento económico. Setores financeiros bem estruturados promovem uma alocação eficiente de capital, estimulam a inovação e aumentam a produtividade. A semelhança da maioria da literatura empírica já publicada, este estudo confirma a importância de efeitos não lineares, uma vez que muitas das vezes, o coeficiente do regressor quadrático é robusto.

Em resumo, a proxy capitalização bolsista é a que apresenta uma relação significativa e positiva com o crescimento económico, com o crescimento da produtividade total de fatores e das patentes per capita (neste caso quando se considera a OCDE). Encontram-se ainda efeitos de sinal contrário do crédito privado na produtividade total de fatores bem como efeitos positivos do crédito não bancário na dinâmica de inovação medida pelo crescimento das patentes per capita. Tomando estes resultados conjuntamente parece existir uma indicação da importância dos mercados de capitais (através da capitalização bolsista e do crédito não bancário) na dinâmica inovadora das economias.

Os resultados tendem a indicar um contributo positivo da capitalização bolsista e do *turnover* no crescimento económico português – 1 ponto percentual leva a um aumento em 0,023% e 0,007%, respetivamente. Nas regressões relativas à capacidade inovadora do país, a capitalização bolsista contribui com 0,011% por cada ponto percentual de aumento. Por último, nas regressões relativas ao crescimento do número de patentes *per capita*, cada ponto percentual de outro crédito leva ao aumento em 0,056%, a capitalização bolsista contribui com 0,072% e o *turnover* contribui para um decréscimo do número de patentes reduz em 0,044%.

No trabalho de decomposição do crescimento com o efeito do desenvolvimento financeiro, mostra-se que o contributo desse efeito teve uma trajetória ascendente até ao período da crise financeira, decrescendo a partir daí até ao período analisado mais recente. Ao ser comum à generalidade dos países e variáveis usadas como *proxies* do desenvolvimento financeiro ou do mercado de capitais parece poder caracterizar-se como um *facto estilizado* deste período para este conjunto de países: *o desenvolvimento do mercado de capitais teve um maior contributo para o crescimento económico entre 2000 e 2010, tendo decrescido a partir daí.*

1.10. Bibliografia

- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105-148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Beck, T., Levine, R., & Loayza, N. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 261-300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6)
- Calcagno, R., Bucci, A., Marsiglio, S., & Sequeira, T. (2024). Financial Literacy, Human Capital and Long-Run Economic Growth. Available at SSRN: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4895791>
- Cecchetti, G., & Kharroubi, E. (2012). Reassessing the Impact of Finance on Growth. *BIS Working Papers No. 381*, Bank for International Settlements.
- Cerra, V., and Saxena, S. C. (2008). Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery. *American Economic Review*, 98 (1): 439–57.
- Demetriades, P. O., & Hussein, K. A. (1996). Does financial development cause economic growth? Time-series evidence from 16 countries. *Journal of Development Economics*, 51(2), 387-411. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00421-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00421-X)
- Duarte, J., Sousa Andrade, J., & Bação, P. (2023). Dynamic effects of financial development on economic activity. *Applied Economics*, 55(29), 3329-3346. <https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2114994>
- Goddard, J. Liu, H., Molyneux, P. Wilson, J. (2011). The persistence of bank profit. *Journal of Banking & Finance*, 35(11): 2881-2890.
- Gregorio, J. D., & Guidotti, P. E. (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, 23(3), 433-448. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-I](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-I)
- Henry, P. (2000). Do Stock Market Liberalizations Cause Investment Booms? *Journal of Financial Economics*, 58: 301–334.
- Hornig, D. J., Chang, S. C., & Wu, C. Y. (2012). Does insurance demand or financial development promote economic growth? Evidence from Taiwan. *Applied Economics Letters*, 2012, 19, 105–111. <https://doi.org/10.1080/13504851.2011.568386>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), 717-737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- Law, S. H., & Singh, N. (2014). Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking & Finance*, 41, 36-44. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2013.12.020>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda, *Journal of Economic Literature*, 35: 688–726.

- Levine, R. (2021). Finance, Growth, and Inequality. *IMF Working Paper*, WP 2021/164.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Liu, W. C., & Hsu, C. M. (2006). The role of financial development in economic growth: The experiences of Taiwan, Korea, and Japan. *Journal of Asian Economics*, 17, 667–690
- McKinnon, R. I. (1973). Money and capital in economic development. The Brookings Institution.
- Mian, A. and Sufi, A. (2014). What Explains the 2007–2009 Drop in Employment?. *Econometrica*, 82: 2197-2223. <https://doi.org/10.3982/ECTA10451>
- Pagano, M. and Jappelli, T. (1993), Information Sharing in Credit Markets. *The Journal of Finance*, 48: 1693-1718.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1998). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), 559–586. <http://www.jstor.org/stable/116849>
- Rebelo, S. (1991). Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 99(3), 500–521. <http://www.jstor.org/stable/2937740>
- Reinhart, Carmen M., and Rogoff, K. S. (2009). The Aftermath of Financial Crises. *American Economic Review*, 99 (2): 466–72.
- Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), S71–S102. <http://www.jstor.org/stable/2937632>
- Samargandi, N., Fidrmuc, J., & Ghosh, S. (2015). Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries. *World Development*, 68, 66-81. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.11.010>
- Schularick, M., and A. M. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008, *American Economic Review* 102:2, 1029–1061.
- Schumpeter, J. A. (1911). The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest, and the business cycle. *Harvard University Press*.
- Selvasundaram, M., Sagathevan, G., & Abdu, M. (2022). Financial development and economic growth in BRICS revisited: An application of cross-sectional augmented ARDL. *International Social Science Journal*, Volume 72, Issue 245 p. 799-812. <https://doi.org/10.1111/issj.12364>
- Shaw, E. S. (1973). Financial deepening in economic development. Oxford University Press.
- Sufi, A. & Taylor, A. M. (2022) Chapter 7 - Financial crises: a survey. *Handbook of International Economics*, Volume 6: 291-340.

Valickova, P., T. Havranek, & Horvath, R. (2015). Financial Development and Economic Growth: A Meta-Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29 (3): 506–526. doi:10.1111/joes.12068.

Yang, Y., Yi, M. (2008). Does financial development cause economic growth? Implication for policy in Korea. *Journal of Policy Modeling*, 30(5), 827-840. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2007.09.006>.

Zingales, L. (2015). Presidential Address: Does Finance Benefit Society? *The Journal of Finance*, 70 (4): 1327–1363. doi:10.1111/jofi.12295.

1.11. Apêndice

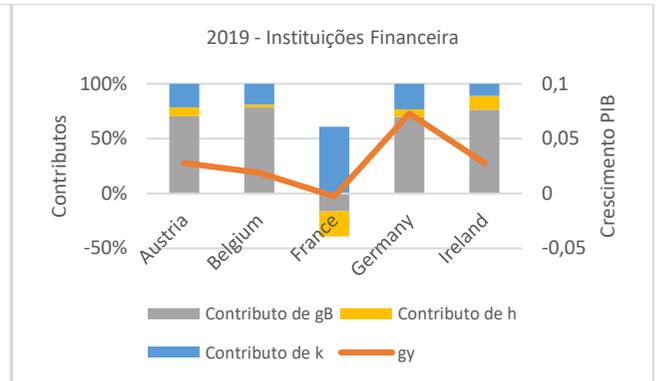
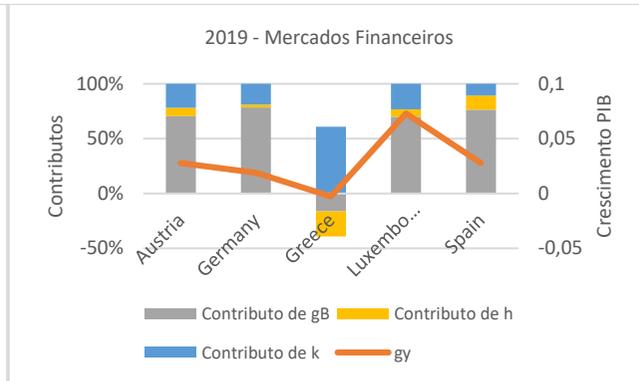
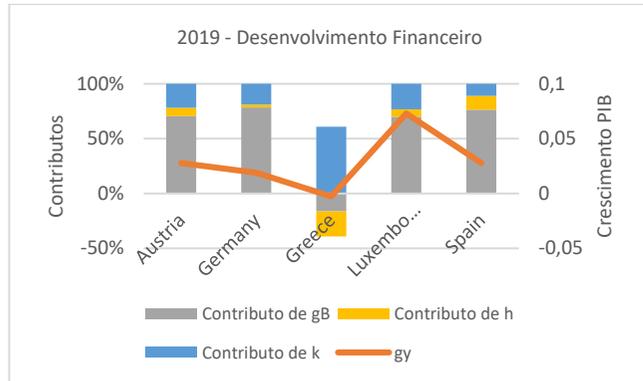
Tabela 1.A– Fontes e outras informações

Variável	Anos	Países	Fonte	Descrição
PIB real <i>per capita</i>	70	183	Penn World Table (10.01)	PIB real na ótica da produção, encadeado PPC (mil. 2017US\$) dividido pela população (milhões).
Capital Humano	70	145	Penn World Table (10.01)	Índice de capital humano por trabalhador medido pelo nº médio de anos de escolaridade baseado nos dados de Barro & Lee (2013) com uma taxa de retorno para escolaridade primária, secundária e terciária obtido por Caselli (2005).
Investimento	46	137	World Bank Database	Investimento líquido em ativos não financeiros (% PIB).
Abertura comercial	60	166	World Bank Database	Soma das exportações e importações de bens e serviços medido como uma share do PIB.
Share Consumo Governo	70	183	Penn World Table (10.01)	Share do consumo governamental em PPC corrente.
Crédito Bancário	60	173	World Bank Database	Crédito doméstico do setor privado por bancos (% PIB).
Crédito Privado	60	172	World Bank Database	Crédito doméstico do setor privado (% PIB).
Outro crédito	60	172	World Bank Database	Outro crédito privado (Crédito privado – Crédito bancário)
Capitalização Bolsista	45	100	World Bank Database	Capitalização de mercado das empresas domésticas cotadas (% do PIB).
<i>Turnover</i>	44	98	World Bank Database	Valor das ações domésticas transacionadas a dividir pela capitalização de mercado.
Volume de negócios	44	102	World Bank Database	Volume de ações transacionadas (domésticas e estrangeiras) multiplicado pelo respetivo preço.

Índice de Instituições Financeiras	40	170	IMF	Avaliação da profundidade, acesso e eficiência das instituições financeiras.
Índice de Mercados Financeiros	40	160	IMF	Avaliação da profundidade, acesso e eficiência do mercado financeiro.
Índice de Desenvolvimento Financeiro	40	170	IMF	Média do índice de instituições financeiras e índice de mercados financeiros.
Produtividade Total de Fatores em PPC	66	118	Penn World Table (10.01)	Produtividade total de fatores em PPC corrente (USA=1)
Patentes concedidas <i>per capita</i>	70	140	WIPO statistics database	Total de patentes concedidas a dividir pela população (milhões)

Conjunto de Gráficos 1.B - Importância de cada componente ao longo de países, quinquênio e *proxies* (FMI).





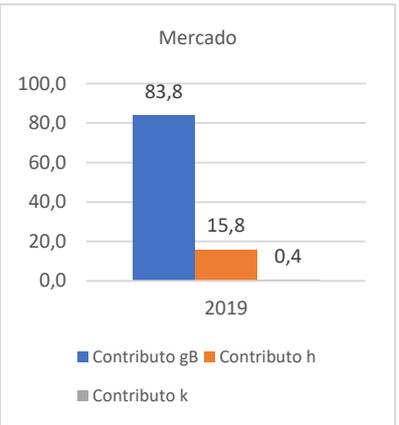
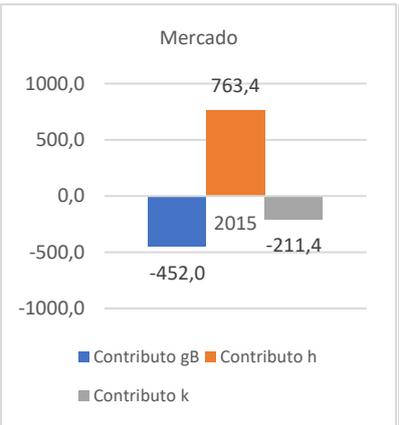
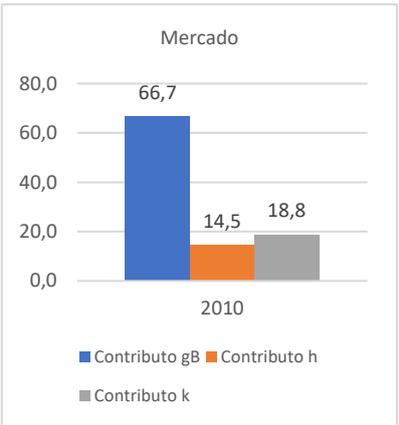
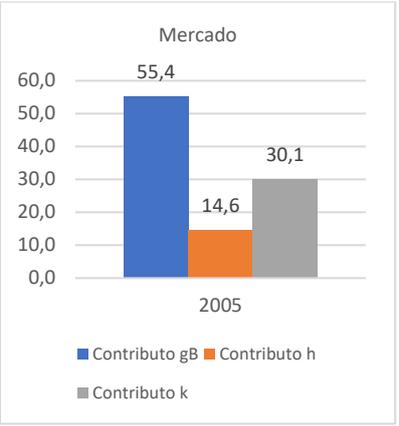
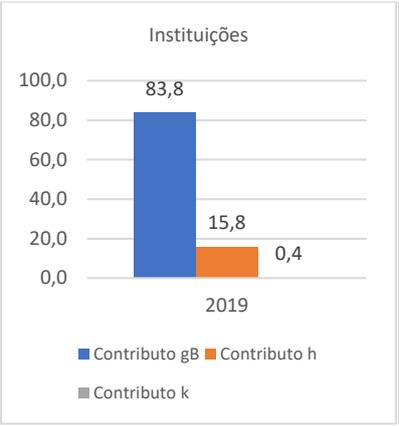
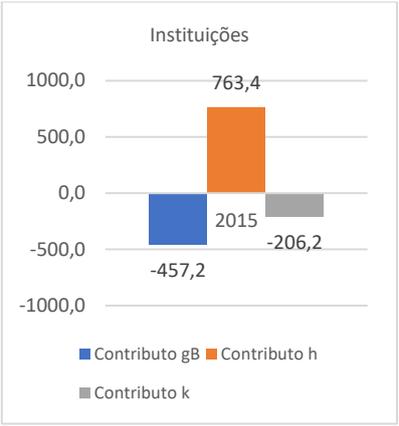
Conjunto de Gráficos 1.C - Contributos ao longo do tempo e por proxy para Portugal



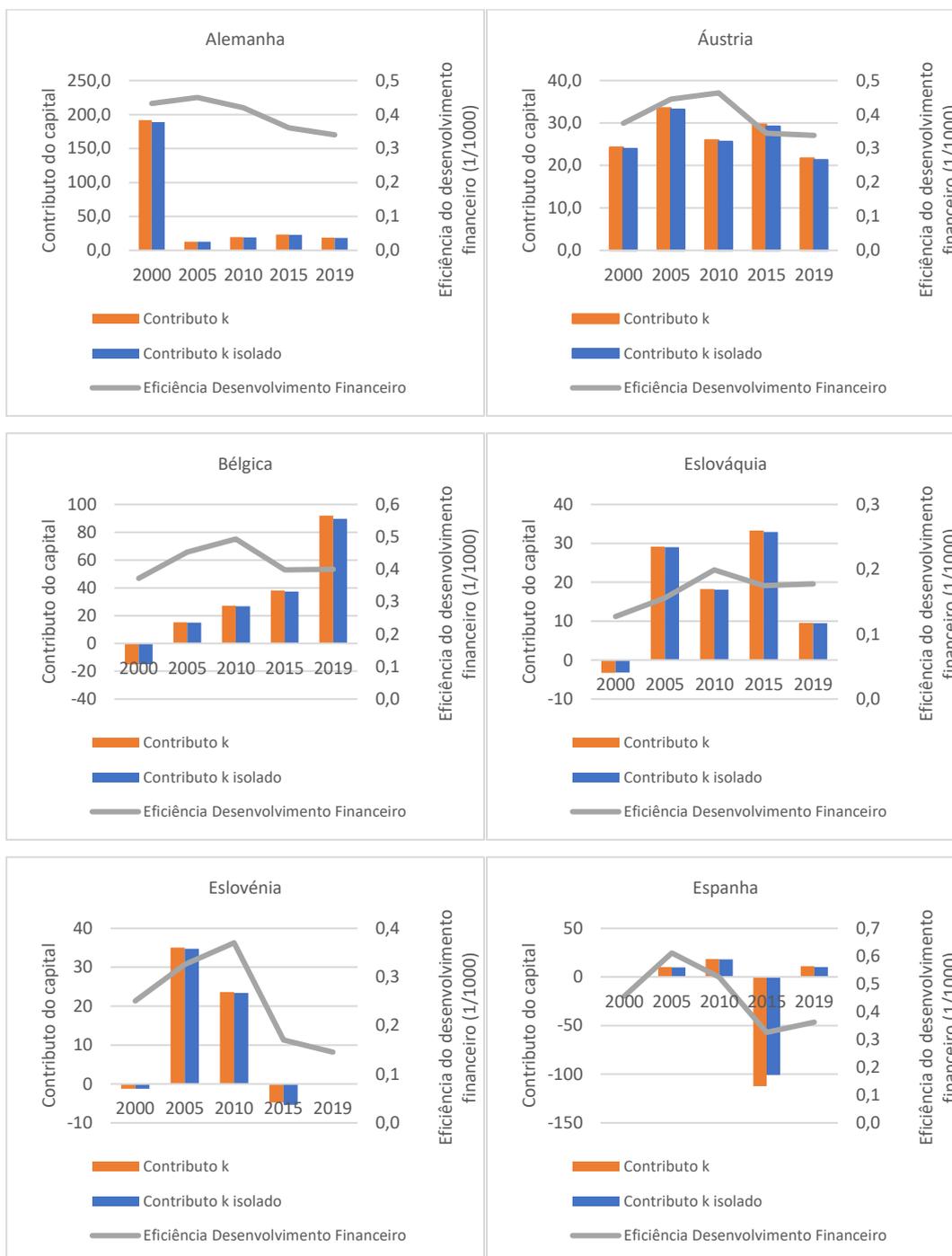


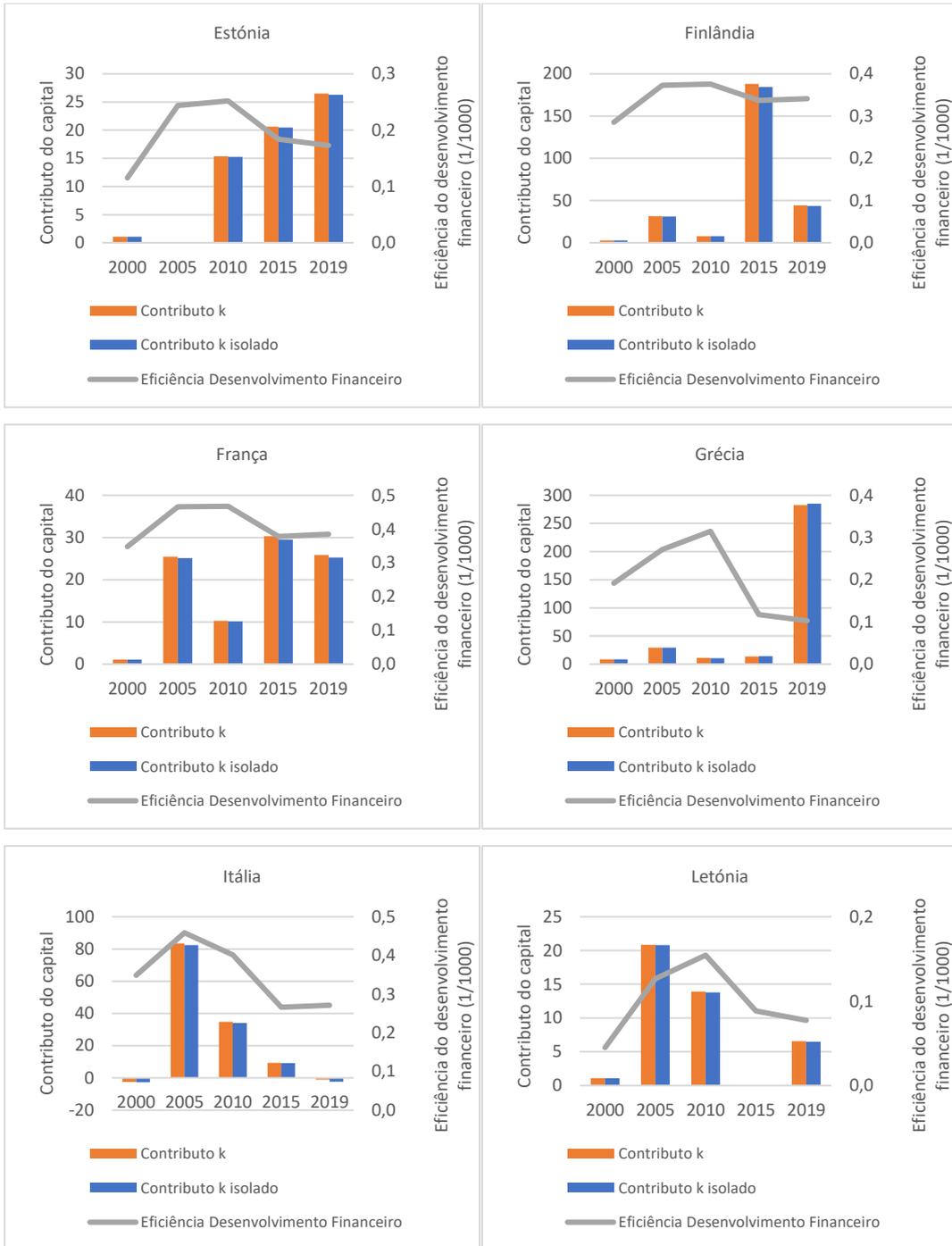
Conjunto de gráficos 1.D – Contributos ao longo do tempo e por *proxy* (FMI) para Portugal

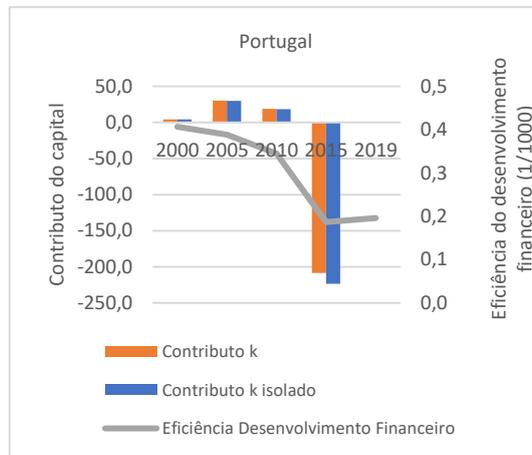
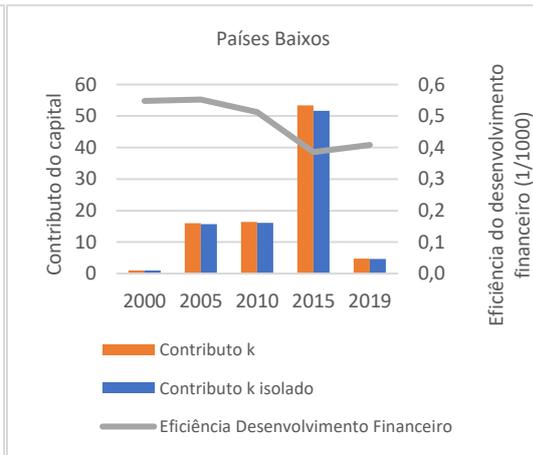
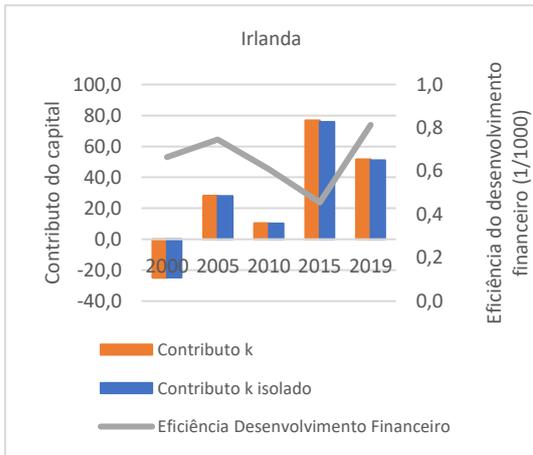
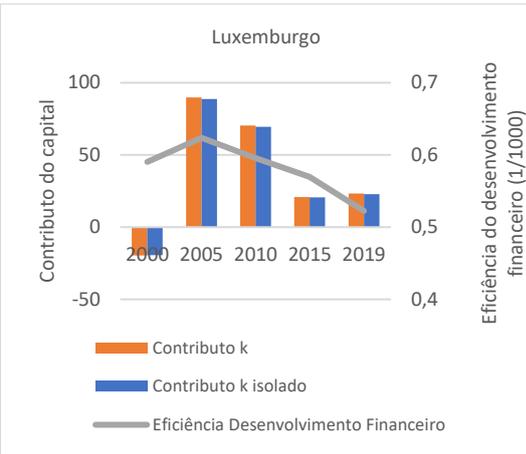
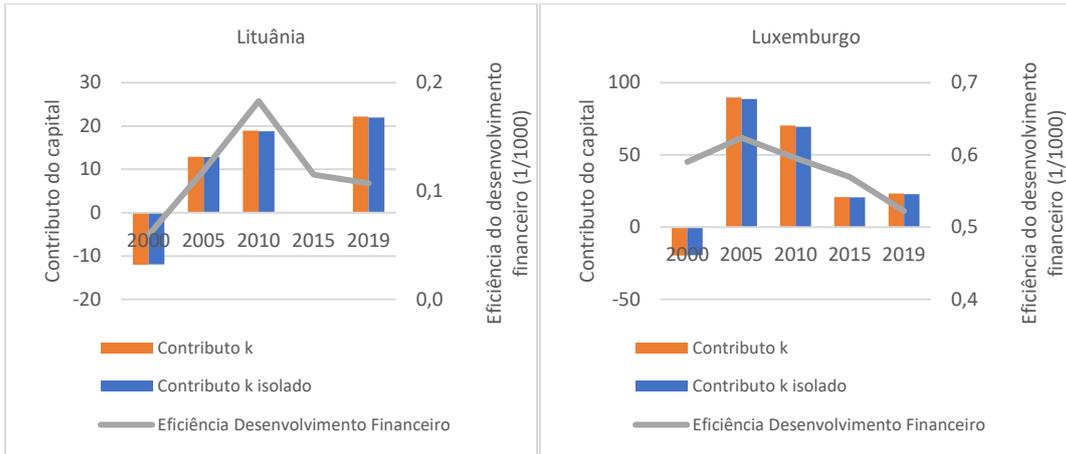




Conjunto de gráficos 1.E – Contributo do capital com e sem eficiência do desenvolvimento financeiro (FMI), por país.







Conjunto de gráficos 1.F – Eficiência do desenvolvimento financeiro (FMI) por país e ao longo do tempo.

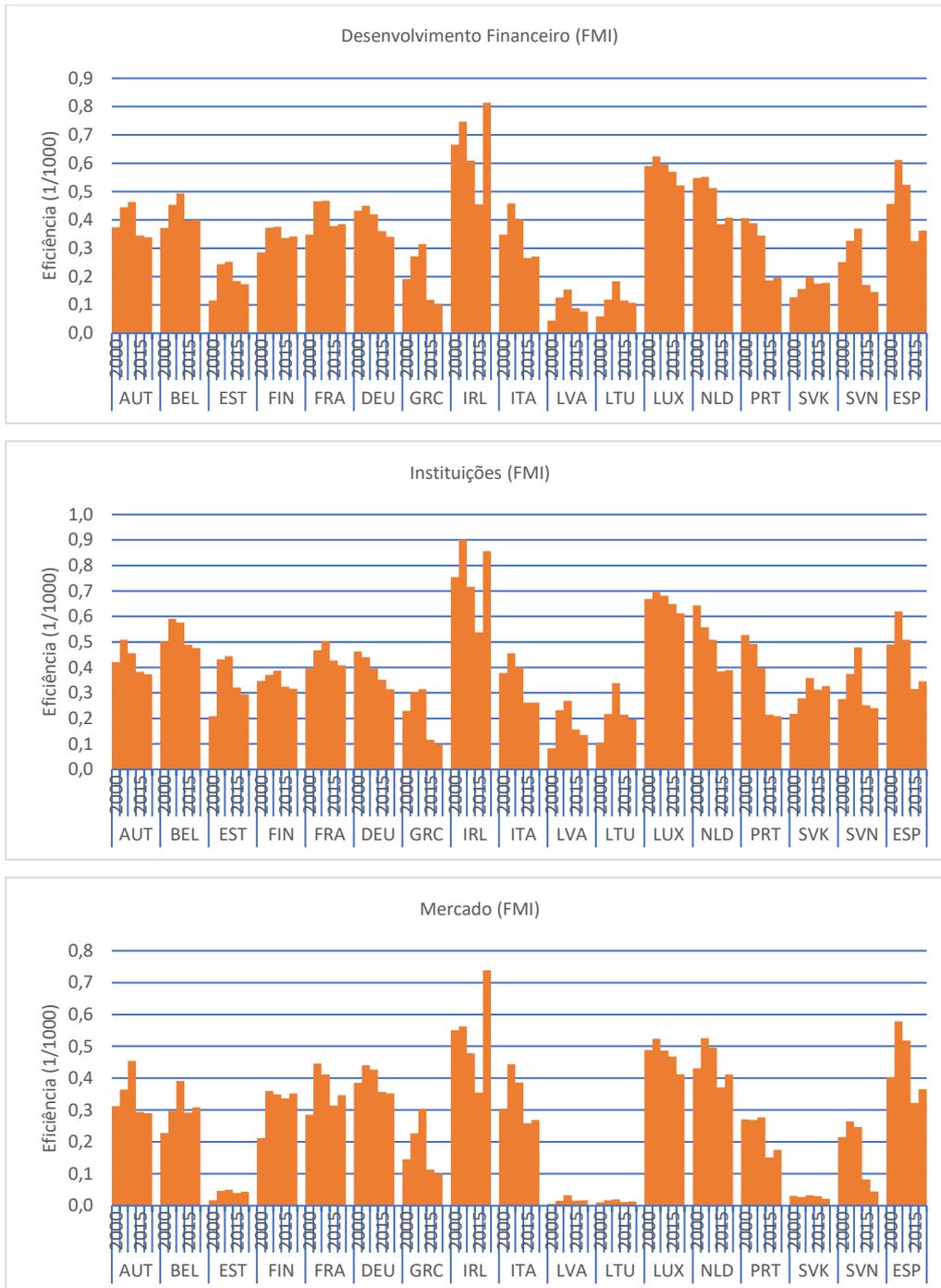


Tabela de Resultados 1.G.1– Regressões lineares completo de crescimento económico

Crescimento Económico	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lrgdpo_pc	-9.60*** (1.94)	-9.54*** (1.19)	-10.07*** (1.42)	-9.75*** (1.12)	-10.55*** (1.49)	-10.11*** (1.37)
L.IInv	0.52 (0.61)	0.12 (0.24)	0.08 (0.27)	-0.01 (0.18)	0.02 (0.21)	-0.05 (0.19)
lhc	20.04** (8.67)	17.05*** (4.85)	22.74*** (7.15)	18.76*** (6.98)	26.49** (10.71)	24.52** (10.08)
L.lTrOpen	3.25* (1.75)	2.18* (1.17)	5.04*** (1.49)	-0.16 (1.30)	-0.03 (1.53)	0.26 (1.43)
L.lcsh_g	-2.72 (1.92)	-0.50 (2.09)	0.45 (2.51)	-4.48*** (1.24)	-5.84*** (1.39)	-4.26*** (1.21)
$R_{i,t-1}$	-0.18 (0.14)	-1.00* (0.52)	-2.11*** (0.75)	1.18** (0.51)	-0.03 (0.31)	0.14 (0.21)
Obs	1382	2393	1969	1500	1399	1630
Panels	103	114	114	75	75	80
R ²	0.24	0.22	0.24	0.28	0.28	0.26
Years	46	46	46	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2018	2018	2018	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.G.2 - Regressões lineares completo de Produtividade Total de Fatores

PTF	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lctfp	-15.48** (3.75)	-13.78** (2.61)	-16.40*** (3.07)	-11.52*** (1.47)	-13.28*** (1.74)	-12.45*** (1.71)
L.IInv	0.91 (0.61)	0.26 (0.22)	0.18 (0.23)	0.14 (0.17)	0.15 (0.19)	0.06 (0.17)
lhc	0.63 (6.93)	0.05 (4.93)	5.08 (6.80)	6.26 (6.77)	11.04 (9.78)	9.58 (8.81)
L.lTrOpen	0.50 (1.49)	1.00 (1.07)	3.70** (1.44)	-0.64 (0.95)	-0.60 (1.03)	-0.50 (0.98)
L.lcsh_g	0.67 (2.00)	0.86 (1.95)	2.30 (2.14)	-2.57** (1.29)	-3.40** (1.50)	-2.62** (1.15)
$R_{i,t-1}$	-0.29** (0.13)	-0.34 (0.41)	-1.41** (0.58)	0.57* (0.32)	0.18 (0.27)	0.13 (0.18)
Obs	1249	2206	1797	1456	1358	1586
Panels	89	100	100	71	71	76
R ²	0.19	0.17	0.20	0.18	0.19	0.17
Years	46	46	46	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2018	2018	2018	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.G.3 - Regressões lineares completo de Patentes

Patentes	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.IPatentsGranted_pc	-31.86*** (5.65)	-23.79*** (4.30)	-22.11*** (4.94)	-23.99*** (3.94)	-25.48*** (4.12)	-23.14*** (2.72)
L.IInv	8.93 (5.52)	-0.82 (3.60)	1.48 (3.69)	2.08 (4.57)	0.50 (4.59)	4.04 (4.36)
lhc	110.14* (64.85)	72.44* (37.74)	100.20** (41.82)	131.47** (61.53)	150.76** (71.89)	141.33** (56.34)
L.ITrOpen	-32.16** (14.89)	7.49 (7.59)	6.72 (9.40)	-0.60 (12.27)	-4.99 (10.82)	-4.16 (9.29)
L.lcsh_g	9.91 (13.77)	13.39* (6.98)	21.32** (9.02)	15.82 (13.19)	29.10** (13.84)	12.50 (9.92)
$R_{i,t-1}$	1.94 (1.42)	-1.03 (3.86)	-1.46 (3.99)	-1.76 (2.58)	-0.18 (2.30)	-0.53 (1.79)
Obs	1026	1654	1412	1206	1119	1307
Panels	83	93	91	68	67	74
R ²	0.21	0.17	0.16	0.17	0.19	0.16
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.H.1 – Regressões lineares completo de crescimento económico (países da OCDE)

Crescimento Económico	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lrgdpo_pc	-9.96*** (1.78)	-7.86*** (0.97)	-9.14*** (1.16)	-6.87*** (1.00)	-8.88*** (0.93)	-8.34*** (1.08)
L.IInv	0.23 (0.55)	-0.14 (0.11)	-0.26* (0.13)	-0.01 (0.11)	-0.02 (0.11)	-0.10 (0.11)
lhc	28.94** (10.77)	9.74** (4.53)	20.02** (7.79)	7.01 (7.28)	10.80* (5.88)	11.65 (7.14)
L.ITrOpen	1.62 (2.67)	2.45* (1.44)	2.93 (1.77)	2.26 (1.71)	3.08** (1.51)	2.89 (1.73)
L.lcsh_g	-3.32 (2.47)	-4.25*** (1.50)	-2.70 (1.69)	-3.53*** (1.24)	-4.17*** (1.12)	-4.47*** (1.08)
$R_{i,t-1}$	-0.12 (0.08)	0.27 (0.39)	-0.82 (0.57)	0.76** (0.36)	0.09 (0.22)	0.11 (0.15)
Obs	604	988	820	959	897	1012
Panels	35	38	38	34	34	38

R ²	0.41	0.32	0.39	0.33	0.35	0.33
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.H.2 - Regressões lineares completo de Produtividade Total de Fatores (países da OCDE)

PTF	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lctfp	-14.44*** (1.71)	-11.43*** (1.46)	-14.49*** (1.74)	-9.34*** (1.85)	-11.40*** (1.61)	-11.05*** (1.73)
L.IInv	0.29 (0.40)	0.11 (0.09)	0.05 (0.11)	0.16 (0.13)	0.18 (0.12)	0.12 (0.10)
lhc	-3.40 (8.44)	-7.17** (3.36)	-1.36 (5.95)	-8.71 (5.75)	-9.75** (4.29)	-10.13** (4.66)
L.ITrOpen	-0.52 (2.21)	1.19 (1.36)	1.53 (1.78)	1.37 (1.31)	1.92 (1.15)	1.69 (1.47)
L.lcsh_g	-2.66 (2.02)	-2.63* (1.51)	-0.36 (1.67)	-2.39 (1.60)	-2.66 (1.71)	-2.86* (1.64)
$R_{i,t-1}$	-0.06 (0.08)	0.09 (0.32)	-0.62 (0.46)	0.21 (0.27)	0.12 (0.19)	0.14 (0.15)
Obs	603	987	819	958	897	1012
Panels	35	38	38	34	34	38
R ²	0.27	0.21	0.26	0.22	0.24	0.24
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.H.3 - Regressões lineares completo de Patentes (países da OCDE)

Patentes	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lPatentsGranted_pc	-20.35*** (5.13)	-14.11*** (3.28)	-13.89*** (4.09)	-17.29*** (3.52)	-18.58*** (3.38)	-19.51*** (3.45)
L.IInv	-1.25 (4.91)	-3.91 (4.06)	-2.15 (4.12)	-3.86 (4.12)	-6.11 (4.14)	-3.79 (3.93)
lhc	113.17 (130.22)	108.90 (74.96)	164.21 (116.44)	97.55 (99.76)	139.63 (103.42)	88.67 (103.84)
L.ITrOpen	-32.69* (18.32)	-12.24 (9.02)	-15.24 (15.15)	-11.72 (13.52)	-10.38 (10.63)	-14.62 (11.80)
L.lcsh_g	-11.67 (18.61)	4.48 (7.58)	5.09 (13.26)	1.27 (14.51)	5.73 (12.22)	9.25 (13.49)
$R_{i,t-1}$	3.60*** (1.20)	-2.61 (3.15)	-4.37 (3.45)	2.68 (2.22)	-1.06 (1.70)	1.25 (1.94)

Obs	553	871	726	808	750	862
Panels	32	36	35	32	32	37
R ²	0.19	0.13	0.13	0.17	0.19	0.17
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.I.1 - Regressões não lineares completo de Crescimento Económico

Crescimento Económico	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lrgdpo_pc	-9.59*** (1.94)	-9.46*** (1.20)	-9.92*** (1.41)	-10.20*** (1.16)	-10.69*** (1.46)	-10.03*** (1.34)
L.IInv	0.51 (0.61)	0.10 (0.25)	0.06 (0.28)	0.00 (0.18)	0.01 (0.20)	-0.06 (0.19)
lhc	20.13** (8.75)	15.82*** (5.05)	20.50*** (7.15)	20.22*** (7.56)	26.37** (10.69)	24.37** (9.76)
L.ITrOpen	3.27* (1.75)	2.09* (1.18)	4.97*** (1.50)	-0.35 (1.27)	-0.10 (1.54)	0.36 (1.41)
L.lcsh_g	-2.73 (1.93)	-0.30 (2.12)	0.84 (2.56)	-4.27*** (1.20)	-6.00*** (1.37)	-4.16*** (1.26)
R _{i,t-1}	-0.22 (0.15)	2.72 (2.02)	3.02 (2.24)	0.40 (0.58)	-0.65 (0.45)	0.23 (0.19)
R _{i,t-1} ²	-0.01 (0.02)	-0.58* (0.31)	-0.81** (0.35)	0.27*** (0.10)	0.11* (0.06)	-0.06 (0.05)
Ponto Inflexão	-21.04	2.35	1.86	-0.74	2.93	1.86
Obs	1382	2393	1969	1500	1399	1630
Panels	103	114	114	75	75	80
R ²	0.24	0.23	0.25	0.29	0.28	0.26
Years	46	46	46	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2018	2018	2018	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.I.2 - Regressões não lineares completo de Produtividade Total de Fatores

PTF	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lctfp	-15.43*** (3.75)	-13.68*** (2.60)	-16.14*** (3.02)	-11.84*** (1.48)	-13.37*** (1.71)	-12.30*** (1.69)
L.IInv	0.93 (0.61)	0.25 (0.22)	0.17 (0.24)	0.15 (0.17)	0.15 (0.19)	0.05 (0.17)
lhc	0.42	-0.54	3.95	6.85	10.90	9.55

	(6.90)	(4.97)	(6.78)	(7.07)	(9.83)	(8.62)
L.ITrOpen	0.46 (1.46)	0.96 (1.07)	3.60** (1.44)	-0.75 (0.93)	-0.65 (1.03)	-0.42 (0.97)
L.lcsh_g	0.70 (2.02)	0.96 (1.97)	2.52 (2.19)	-2.45* (1.27)	-3.47** (1.50)	-2.56** (1.16)
$R_{i,t-1}$	-0.20 (0.14)	1.61 (1.39)	1.40 (1.30)	0.15 (0.39)	-0.21 (0.31)	0.18 (0.15)
$R_{i,t-1}^2$	0.01 (0.02)	-0.30 (0.20)	-0.44** (0.20)	0.15* (0.08)	0.07 (0.05)	-0.04 (0.04)
Ponto Inflexão	8.59	2.71	1.61	-0.51	1.51	2.38
Obs	1249	2206	1797	1456	1358	1586
Panels	89	100	100	71	71	76
R ²	0.19	0.17	0.21	0.19	0.19	0.17
Years	46	46	46	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2018	2018	2018	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.I.3 – Regressões não lineares completo de Patentes

Patentes	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.IPatentsGranted_pc	-32.80*** (5.75)	-23.78*** (4.32)	-22.12*** (4.93)	-24.07*** (3.95)	-25.39*** (4.10)	-23.39*** (2.65)
L.IInv	9.94* (5.49)	-0.74 (3.56)	1.45 (3.68)	2.06 (4.59)	0.02 (4.69)	3.85 (4.33)
lhc	105.50* (61.71)	71.18* (38.91)	101.01** (42.58)	127.56** (61.63)	146.59** (70.84)	142.99** (57.24)
L.ITrOpen	-33.71** (15.42)	7.23 (7.71)	6.77 (9.43)	-0.44 (12.23)	-5.24 (10.89)	-5.06 (9.54)
L.lcsh_g	12.63 (14.00)	13.67* (6.99)	21.11** (9.19)	14.36 (12.96)	28.95** (13.83)	11.92 (10.21)
$R_{i,t-1}$	4.62** (2.02)	3.52 (8.85)	-3.44 (6.93)	1.33 (3.66)	-3.70 (3.85)	-0.95 (1.94)
$R_{i,t-1}^2$	0.35** (0.16)	-0.69 (1.63)	0.31 (1.42)	-0.84 (0.74)	0.68 (0.55)	0.36 (0.39)
Ponto Inflexão	-6.57	2.55	5.52	0.79	2.73	1.31
Obs	1026	1654	1412	1206	1119	1307
Panels	83	93	91	68	67	74
R ²	0.22	0.17	0.16	0.17	0.20	0.16
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.J.1 – Conjunto de tabelas das regressões não lineares completo do Crescimento Económico (países da OCDE)

Crescimento Económico	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lrgdpo_pc	-9.81*** (1.75)	-7.78*** (1.01)	-9.20*** (1.18)	-7.48*** (1.04)	-8.98*** (0.90)	-8.28*** (1.10)
L.lInv	0.23 (0.55)	-0.15 (0.11)	-0.26* (0.14)	-0.03 (0.09)	-0.02 (0.10)	-0.09 (0.11)
lhc	28.40** (10.75)	9.54* (4.76)	20.67** (8.05)	10.54 (8.01)	9.89* (5.68)	11.49 (7.14)
L.lTrOpen	1.65 (2.68)	2.22 (1.32)	2.60 (1.64)	2.26 (1.68)	3.01* (1.56)	2.92 (1.73)
L.lcsh_g	-3.17 (2.46)	-4.15*** (1.51)	-2.62 (1.80)	-3.00** (1.15)	-4.10*** (1.12)	-4.41*** (1.09)
$R_{i,t-1}$	-0.16 (0.16)	1.33 (1.59)	0.40 (0.55)	-0.53 (0.46)	-0.32 (0.30)	0.13 (0.15)
$R_{i,t-1}^2$	-0.01 (0.02)	-0.16 (0.21)	-0.21 (0.17)	0.32*** (0.10)	0.08* (0.04)	-0.02 (0.03)
Ponto Inflexão	-11.59	4.05	0.97	0.83	2.06	3.72
Obs	604	988	820	959	897	1012
Panels	35	38	38	34	34	38
R ²	0.42	0.32	0.39	0.34	0.35	0.33
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.J.2 – Conjunto de tabelas das regressões não lineares completo da Produtividade Total de Fatores (países da OCDE)

PTF	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.lctfp	-14.34*** (1.68)	-11.32*** (1.50)	-14.50*** (1.74)	-9.76*** (1.82)	-11.58*** (1.61)	-10.90*** (1.79)
L.lInv	0.29 (0.40)	0.11 (0.10)	0.05 (0.11)	0.15 (0.11)	0.18 (0.11)	0.12 (0.10)
lhc	-3.31 (8.65)	-7.21** (3.45)	-0.90 (5.97)	-7.73 (5.60)	-10.69** (4.11)	-10.12** (4.68)
L.lTrOpen	-0.54 (2.22)	1.05 (1.33)	1.21 (1.76)	1.39 (1.28)	1.87 (1.20)	1.72 (1.47)
L.lcsh_g	-2.47 (2.10)	-2.56* (1.51)	-0.27 (1.71)	-2.14 (1.60)	-2.64 (1.72)	-2.79* (1.62)
$R_{i,t-1}$	-0.14 (0.16)	0.73 (0.74)	0.54 (0.47)	-0.41 (0.28)	-0.21 (0.21)	0.16 (0.15)
$R_{i,t-1}^2$	-0.01	-0.10	-0.20	0.15* (0.06)	0.06	-0.02

	(0.02)	(0.12)	(0.12)	(0.08)	(0.04)	(0.03)
Ponto Inflexão	-5.01	3.68	1.37	1.34	1.67	4.78
Obs	603	987	819	958	897	1012
Panels	35	38	38	34	34	38
R ²	0.27	0.21	0.27	0.23	0.25	0.24
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Tabela de Resultados 1.J.3 – Conjunto de tabelas das regressões não lineares completo de Patentes (países da OCDE)

Patentes	OtherCredit	BankCredit	PrivateCredit	Cap	Turn	ValueTraded
L.IPatentsGranted_pc	-21.08*** (5.55)	-14.37*** (3.25)	-14.04*** (4.06)	-17.53*** (3.54)	-18.53*** (3.42)	-19.69*** (3.44)
L.IInv	-0.85 (4.93)	-3.60 (4.01)	-2.00 (4.09)	-3.17 (4.09)	-6.84 (4.14)	-4.10 (3.85)
lhc	117.56 (126.56)	113.75 (76.48)	169.30 (117.52)	94.49 (103.19)	123.98 (100.47)	87.75 (103.45)
L.ITrOpen	-32.58* (18.66)	-15.31* (8.74)	-16.61 (15.54)	-11.89 (13.41)	-10.93 (10.68)	-15.21 (11.96)
L.lcsh_g	-15.57 (18.85)	5.56 (7.70)	5.76 (13.48)	-1.48 (14.21)	6.93 (12.87)	9.14 (13.82)
$R_{i,t-1}$	5.55** (2.11)	8.52 (8.08)	0.33 (3.23)	7.18** (2.92)	-4.37** (2.04)	1.06 (1.97)
$R_{i,t-1}^2$	0.32 (0.29)	-1.72 (1.13)	-0.80 (0.88)	-1.12 (0.68)	0.64 (0.39)	0.17 (0.38)
Ponto Inflexão	-8.64	2.48	0.20	3.19	3.40	-3.13
Obs	553	871	726	808	750	862
Panels	32	36	35	32	32	37
R ²	0.19	0.14	0.13	0.17	0.19	0.17
Years	45	45	45	43	42	42
Min year	1973	1973	1973	1976	1977	1977
Max year	2017	2017	2017	2018	2018	2018
Média PT	-2.42	4.85	4.85	3.57	4.12	2.81

Capítulo 2.

Mercado de capitais, financiamento e desempenho das empresas

Artur Rodrigues

Jorge Farinha

Nelson Areal

Dezembro 2024

Índice

Capítulo 2. Mercado de capitais, financiamento e desempenho das empresas.....	47
2.1 Introdução.....	54
2.2 Fontes de dados, amostra e período de cobertura da análise	54
2.3 Descrição da amostra.....	55
2.4 Acesso ao Mercado de Ações	57
2.4.1 Modelo geral.....	62
2.4.2 Estrutura de Capitais	63
2.4.2.1 Endividamento.....	63
2.4.2.2 Endividamento CP/LP	70
2.4.2.3 Custo da dívida	74
2.4.3 Flexibilidade financeira	81
2.4.4 Investimento	87
2.4.5 Desempenho	92
2.4.5.1 Rendibilidade	92
2.4.5.2 Crescimento	97
2.4.5.3 Stress financeiro	101
2.4.6 Fiscalidade empresarial.....	105
2.4.7 Resumo.....	111
2.4.8 Análise de robustez.....	114
2.5 Dinamismo do Mercado de Capitais.....	115
2.5.1 Estrutura de capitais	116
2.5.1.1 Endividamento.....	116
2.5.1.2 Endividamento CP/LP	117
2.5.1.3 Custo da Dívida	119
	48

2.5.2	Flexibilidade financeira	119
2.5.3	Investimento	120
2.5.4	Desempenho	121
2.5.4.1	Rendibilidade	121
2.5.4.2	Crescimento	122
2.5.4.3	Stress financeiro	123
2.5.5	Fiscalidade empresarial.....	124
2.6	Acesso ao Mercado de Obrigações	125
2.6.1	Empresas com obrigações	125
2.6.2	Análise multivariada.....	127
2.7	Acesso a Capital de Risco	130
2.7.1	Empresas com presença de Capital de Risco no seu capital	131
2.7.2	Análise multivariada.....	132
2.8	Conclusões	135
Apêndice 2.A.	Metodologia de recolha de dados e classificação	138
Apêndice 2.B.	Definição das variáveis	142
Apêndice 2.C.	Desenvolvimento do Mercado de Capitais	143
Apêndice 2.D.	Acesso ao Mercado de obrigações: resultados detalhados	149
Apêndice 2.E.	Acesso a Capital de risco	152
Bibliografia	154

Índice de figuras

Figura 2.1 - Empresas por ano	56
Figura 2.2 - Empresas por país	56
Figura 2.3 - Empresas por ano e categoria	58
Figura 2.4 - Empresas por país e categoria	58
Figura 2.5 - Empresas por país e categoria (proporção)	58
Figura 2.6 - Empresas cotadas por ano.....	59
Figura 2.7 - Empresas cotadas por país	59
Figura 2.8 - Entradas e saídas de bolsa por ano	60
Figura 2.9 - Entradas e saídas de bolsa por país.....	60
Figura 2.10 - Endividamento - evolução	65
Figura 2.11 - Endividamento CP/LP - evolução	71
Figura 2.12 - Custo da Dívida - evolução	78
Figura 2.13 - Nível de Caixa - evolução	82
Figura 2.14 - Investimento - evolução.....	88
Figura 2.15 - Rendibilidade - evolução	93
Figura 2.16 - Crescimento - evolução	98
Figura 2.17 - Stress financeiro - evolução	102
Figura 2.18 - Impostos - evolução.....	107
Figura 2.19 - Dinamismo do Mercado de Capitais	116
Figura 2.20 - Empresas com obrigações por país	126
Figura 2.21 - Entradas e saída do mercado de obrigações por ano.....	126
Figura 2.22 - Entradas e saídas do mercado de obrigações por país	127
Figura 2.23 - Empresas com obrigações por país para efeitos da análise multivariada.....	128
Figura 2.24 - Empresas com PE/VC por país	131
Figura 2.25 - Empresas com PE/VC por país, para efeitos da análise multivariada	132
Figura 2.26 - Entradas e saída de PE/VC por ano.....	132
Figura 2.27 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI).....	143

Índice de tabelas

Tabela 2.1 - Estatísticas descritivas	57
Tabela 2.2 - Cotadas vs. Não cotadas - diferença de médias.....	61
Tabela 2.3 - Cotadas vs. Não cotadas - diferença de medianas	62
Tabela 2.4 - Acesso ao Mercado de Ações - Endividamento.....	69
Tabela 2.5 - Acesso ao Mercado de Ações - Endividamento CP/LP	73
Tabela 2.6 - Acesso ao Mercado de Ações - Custo da Dívida	80
Tabela 2.7 - Acesso ao Mercado de Ações - Nível de Caixa	86
Tabela 2.8 - Acesso ao Mercado de Ações - Investimento.....	91
Tabela 2.9 - Acesso ao Mercado de Ações - Rendibilidade.....	96
Tabela 2.10 - Acesso ao Mercado de Ações - Crescimento	100
Tabela 2.11 - Acesso ao Mercado de Ações - Stress financeiro	104
Tabela 2.12 - Acesso ao Mercado de Ações - Impostos	110
Tabela 2.13 - Acesso ao Mercado de Ações - Resumo dos resultados	111
Tabela 2.14 - Análise de robustez - definição das variáveis.....	114
Tabela 2.15 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Endividamento	117
Tabela 2.16 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Endividamento CP/LP.....	118
Tabela 2.17 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Custo da Dívida.....	119
Tabela 2.18 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Nível de Caixa.....	120
Tabela 2.19 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Investimento	121
Tabela 2.20 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Rendibilidade	122
Tabela 2.21 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Crescimento.....	123
Tabela 2.22 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Stress financeiro.....	124
Tabela 2.23 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Impostos.....	125
Tabela 2.24 - Acesso ao Mercado de Obrigações - Resumo dos resultados	129
Tabela 2.25 - Acesso a Capital de Risco - Sumário dos resultados.....	134
Tabela 2.35 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Endividamento	144
Tabela 2.36 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Endividamento CP/LP.....	144
Tabela 2.37 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Custo da Dívida.....	145
Tabela 2.38 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Nível de Caixa.....	145

Tabela 2.39 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Investimento	146
Tabela 2.40 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Rendibilidade	146
Tabela 2.41 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Crescimento.....	147
Tabela 2.42 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Stress financeiro.....	147
Tabela 2.43 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Impostos.....	148
Tabela 2.44 - Acesso ao Mercado de obrigações - Resultados detalhados: parte 1	150
Tabela 2.45 - Acesso ao Mercado de obrigações - Resultados detalhados: parte 2	151
Tabela 2.46 - Acesso a Capital de risco - Resultados detalhados: parte 1	152
Tabela 2.47 - Acesso a Capital de risco - Resultados detalhados: parte 2.....	153

Lista de acrónimos e abreviaturas

CMVM Comissão de Mercado de Valores Mobiliários

DMC Dinamismo do Mercado de Capitais

PE/VC *Private Equity / Venture Capital*

UO *Ultimate Owners*

OPI Oferta Pública Inicial

2.1 Introdução

Neste capítulo analisamos o impacto do acesso ao mercado de capitais nas vertentes acionista, obrigacionista ou de capital de risco no financiamento e desempenho das empresas.

Embora o motivo fundamental de interesse para este estudo seja a obtenção de informações relevantes para o mercado português, a impossibilidade de obter uma amostra suficientemente grande de empresas portuguesas cotadas, com obrigações emitidas e/ou objeto de intervenção de PE/VC, e o objetivo de analisar o efeito de diferentes níveis de dinamismo do mercado de capitais, obrigou à utilização de uma amostra alargada, de dados em painel, de empresas pertencentes à União Europeia, EFTA e Reino Unido para o período 2013-22. Crê-se, não obstante, que dessa análise poderão resultar conclusões potencialmente válidas para o mercado português, reforçadas com uma análise segmentada pelo nível de dinamismo dos diversos mercados de capitais que foram objeto de estudo.

Em particular, procurou-se investigar o impacto sobre essas empresas da admissão à cotação de ações, da emissão de obrigações ou da presença de PE/VC no seu capital ao nível de (i) estrutura de capitais (nível, estrutura e custo do endividamento), (ii) flexibilidade financeira (níveis de disponibilidades financeiras), (iii) investimento, (iv) desempenho (rendibilidade, crescimento e probabilidade de stress financeiro), e (v) fiscalidade.

2.2 Fontes de dados, amostra e período de cobertura da análise

Para este trabalho a fonte primordial de dados empresariais foi a base de dados Orbis, complementada com informação recolhida na LSEG (anteriormente Refinitiv), nomeadamente quanto ao período de cotação e dados obrigacionistas.

A amostra inclui empresas definidas pela Orbis como sendo *Global Ultimate Owners* (utilizando um caminho de 50.01%) cuja entidade é definida como “Corporate”, ativas ou não ativas, da União Europeia (27 países), EFTA e Reino Unido, com um mínimo de Ativos totais de 10 mEUR em pelo menos um ano entre 2015 e 2022.

Os dados foram recolhidos entre 31 de maio a 5 de junho de 2024 para o período de 2013 a 2022. Foram excluídas empresas financeiras (correspondentes à secção K NACE, exceto código 64.20 - Holdings). Foi considerado como o ano de referência dos dados todas as contas com uma data de fecho anterior a 30 de junho do ano seguinte. Os valores monetários foram extraídos em Euros e foram ajustados à inflação a

preços constantes de 2022, utilizando o IPC da zona Euro (fonte Eurostat). Os dados foram objeto de vários filtros que se encontram descritos em detalhe no Apêndice 1.9. Todas as empresas com menos de três anos consecutivos de dados válidos foram excluídas da amostra. Os valores das variáveis contábilísticas foram truncados bilateralmente a 1%.

A informação sobre o período em que a empresa esteve cotada foi extraída da Orbis, e verificada e complementada com base nos dados da LSEG. Uma empresa foi considerada cotada se esteve cotada durante pelo menos 6 meses no ano fiscal a que as contas dizem respeito. Quando não havia informação na Orbis para determinar o estado de cotação, mas esta estava disponível na LSEG, foi utilizada a informação disponível na LSEG. Em circunstâncias em que a empresa não se encontrava cotada de acordo com a Orbis, mas havia informação sobre o seu estado de cotada na LSEG, foi considerada a informação da LSEG. Em todos os outros casos em que surgiram diferenças entre a informação da Orbis e LSEG a este respeito foi considerada a informação disponível na Orbis.

A informação sobre as obrigações admitidas a cotação em cada período foi obtida através do cruzamento dos dados da Orbis com os da LSEG.

Os dados sobre participações por parte de empresas de *Private Equity* ou *Venture Capital* foram extraídos da Orbis. Foi considerado como tendo participação de *Private Equity* empresas que tivessem um acionista classificado como “Private Equity Firm” a 31 de dezembro do respetivo ano; e como *Private Equity* ou *Venture Capital*, empresas que a 31 de dezembro desse ano tivessem um acionista classificado como “Private Equity Firm” ou “Venture Capital”.

No Apêndice 1.9 encontram-se mais detalhes sobre os dados utilizados e o seu tratamento.

2.3 Descrição da amostra

A Figura 0.1 apresenta a evolução do número total de empresas da nossa amostra para o período de 2013 a 2022. Parte da evolução resulta das limitações dos dados da Orbis, evidenciando algum enviesamento de sobrevivência. Por sua vez, a Figura 0.2 mostra o número de empresas por país, destacando-se as grandes economias europeias.

Figura 0.1 - Empresas por ano

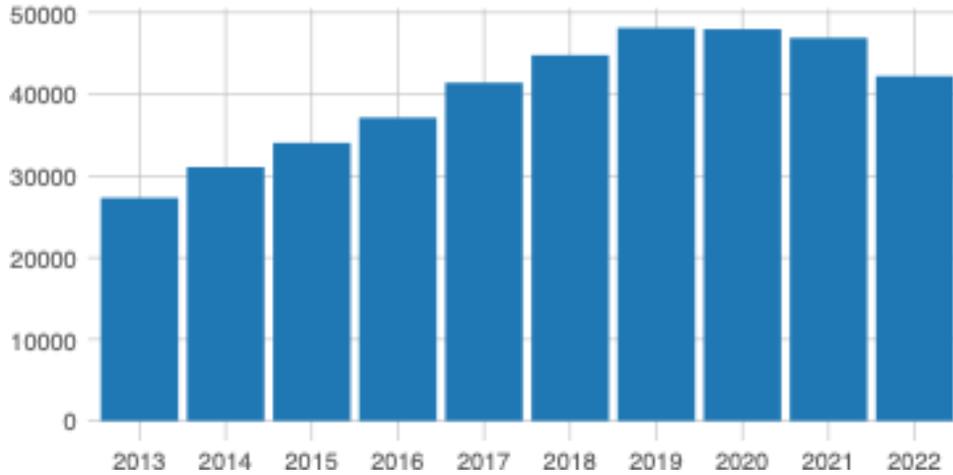
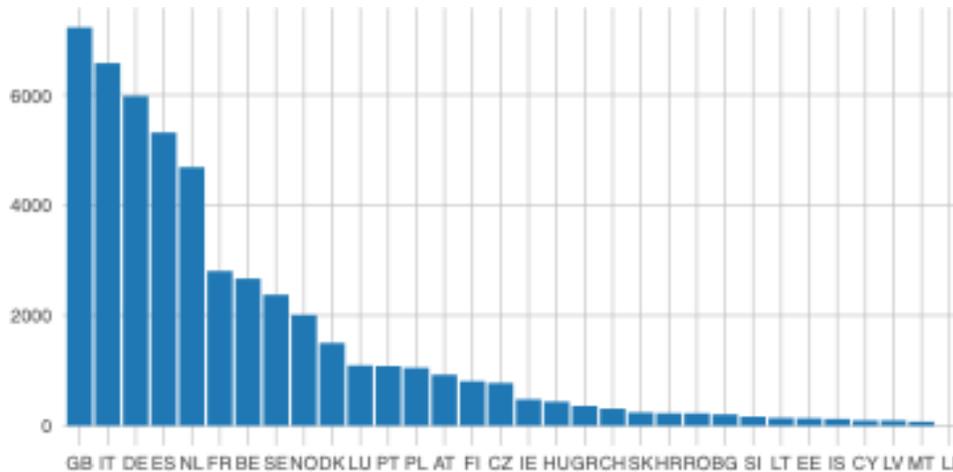


Figura 0.2 - Empresas por país



Na análise estatística univariada e multivariada, e de forma a reduzir possíveis enviesamentos, excluem-se as empresas cotadas antes do início da amostra e as que saíram da bolsa. Deste modo, analisam-se as empresas que entraram na bolsa no período da amostra (grupo de tratamento), tendo como grupo de controlo as não-cotadas e as que ainda não entraram na bolsa (que, quando entram, passam a integrar o grupo das cotadas). O número máximo de observações aqui consideradas é de 371854, mas em muitas das variáveis usadas registam-se percentagens significativas de falta de dados (ver Tabela 0.1), reduzindo consideravelmente o número de observações usadas em cada análise.

A Tabela 0.1 apresenta as estatísticas descritivas para todas as variáveis usadas neste capítulo, cuja definição detalhada se encontra no Apêndice 1.10. A justificação para a inclusão dessas variáveis nas diversas análises efetuadas é discutida ao longo das diversas subsecções da Secção 2.4.

Tabela 0.1 - Estatísticas descritivas

Variável	N	Sem dados	Min	Média	Mediana	Max
Caixa	371854	1%	0.000	0.108	0.051	0.700
Crescimento	371854	36%	-0.966	0.317	0.025	17.655
Custo da dívida	371854	54%	0.000	0.040	0.029	0.250
Dimensão	371854	0%	9.242	10.530	10.211	16.056
Endividamento	371854	10%	0.000	0.289	0.235	1.073
Endividamento CP/LP	371854	29%	0.000	0.379	0.265	1.000
FML	371854	2%	-0.733	0.071	0.039	0.791
Fluxo de caixa	371854	25%	-0.307	0.069	0.058	0.425
Idade	371854	1%	1.000	30.404	22.000	117.000
Impostos	371854	21%	-0.032	0.011	0.006	0.083
Int. inventários	371854	0%	0.000	0.109	0.014	0.721
Intangibilidade	371854	1%	0.000	0.031	0.000	0.655
Investimento	371854	34%	-0.314	0.038	0.022	0.432
Prejuízo	371854	14%	0.000	0.205	0.000	1.000
Rendibilidade	371854	26%	-0.200	0.031	0.020	0.270
Stress fin.	371854	56%	0.000	0.066	0.000	1.000
Tangibilidade	371854	0%	0.001	0.517	0.505	0.999
Tx. cob. juros	371854	36%	-339.069	218.650	9.240	9592.133

Fonte: Orbis

2.4 Acesso ao Mercado de Ações

Esta secção tem como objetivo comparar empresas com e sem acesso ao mercado de ações, em várias dimensões financeiras e económicas. Essas dimensões incluem o endividamento (nível, estrutura e custo), a flexibilidade financeira, os níveis de investimento, desempenho empresarial e fiscalidade.

Para a totalidade da amostra, a Figura 0.3 apresenta o número de empresas por categoria e ano e a Figura 0.4 por categoria e país. Observa-se uma reduzida proporção de empresas, com algumas variações por país. Enquanto em países como a Suíça, Chipre ou Grécia a percentagem de empresas cotadas é muito significativa, em Portugal observamos uma proporção de empresas cotadas muito baixa, sendo o quinto país com menor valor (Figura 0.5).

Figura 0.3 - Empresas por ano e categoria

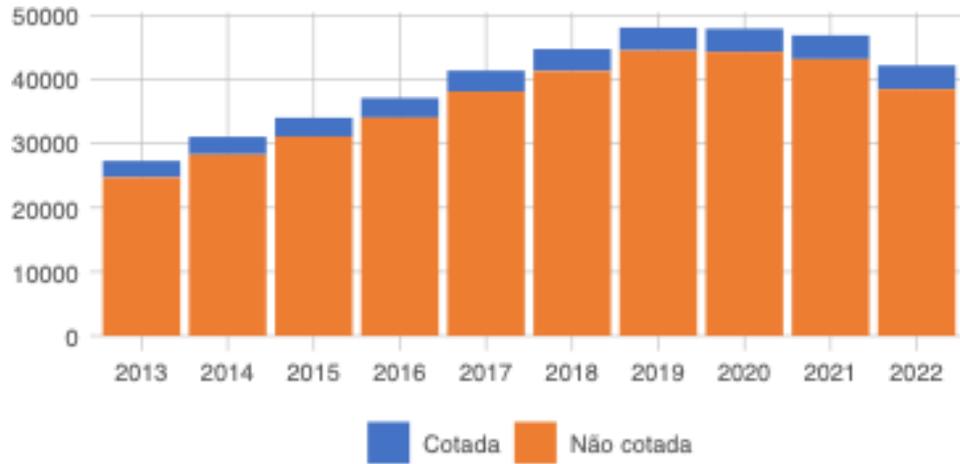


Figura 0.4 - Empresas por país e categoria

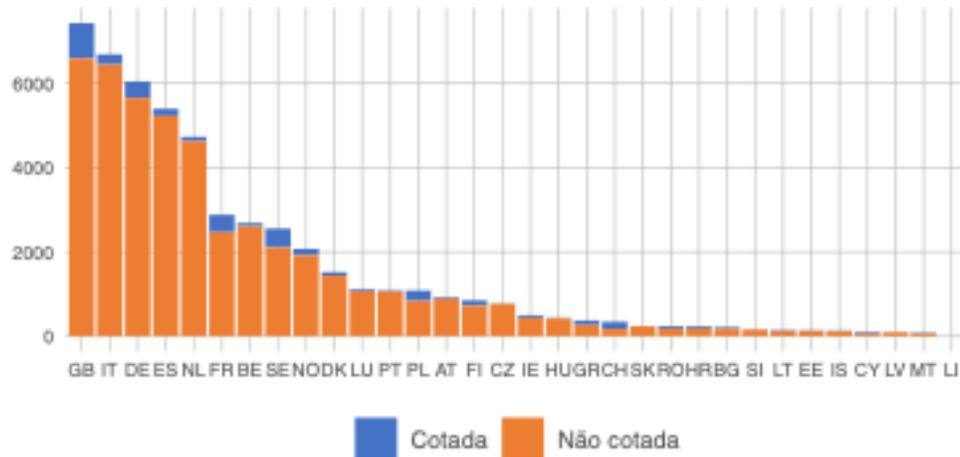
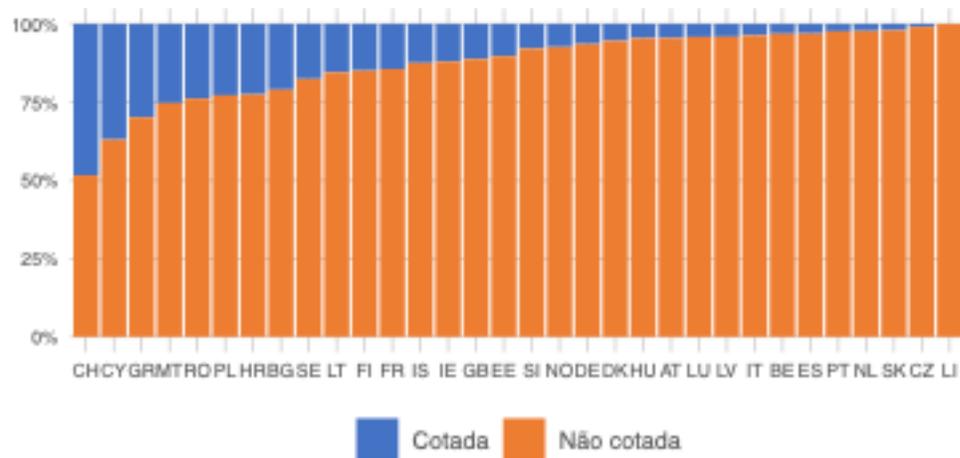


Figura 0.5 - Empresas por país e categoria (proporção)



Por sua vez a Figura 0.6 mostra a evolução crescente do número de empresas cotadas na nossa amostra, e a Figura 0.7 a distribuição por país. O crescente número de empresas na amostra, pode resultar de uma limitação da base de dados *Orbis*, dado que a maioria das empresas inativas é retirada da base de dados.

Figura 0.6 - Empresas cotadas por ano

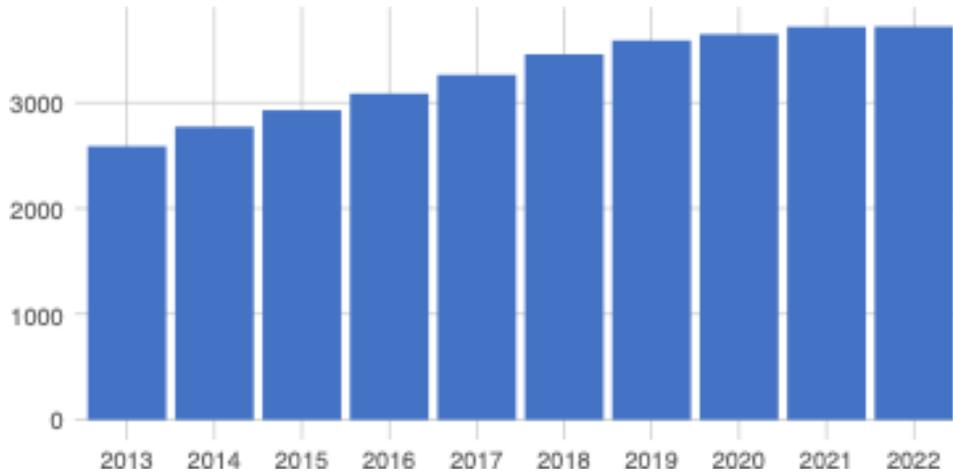
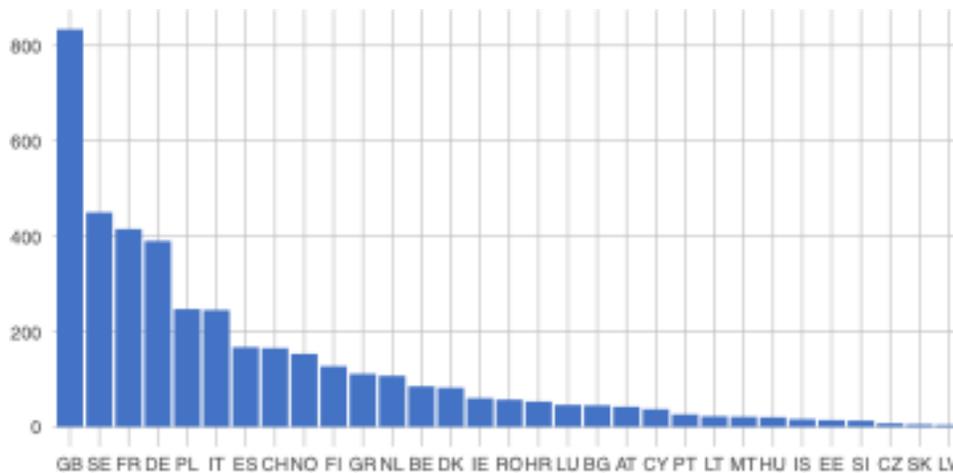


Figura 0.7 - Empresas cotadas por país



Para aferir o dinamismo do mercado de capitais, a Figura 0.8 apresenta as entradas e saídas de bolsa por ano e a Figura 0.9 por país. Na amostra há em média um pouco mais de 100 entradas por ano (notando-se o efeito da pandemia da covid) sendo o número de saídas reduzido. Na análise por país, podemos destacar o caso da Suécia, com um número elevado de entradas, dada a dimensão da sua economia, e as proporções mais elevadas de saídas relativamente a entradas em países como a Alemanha, a Hungria ou a Grécia.

Figura 0.8 - Entradas e saídas de bolsa por ano

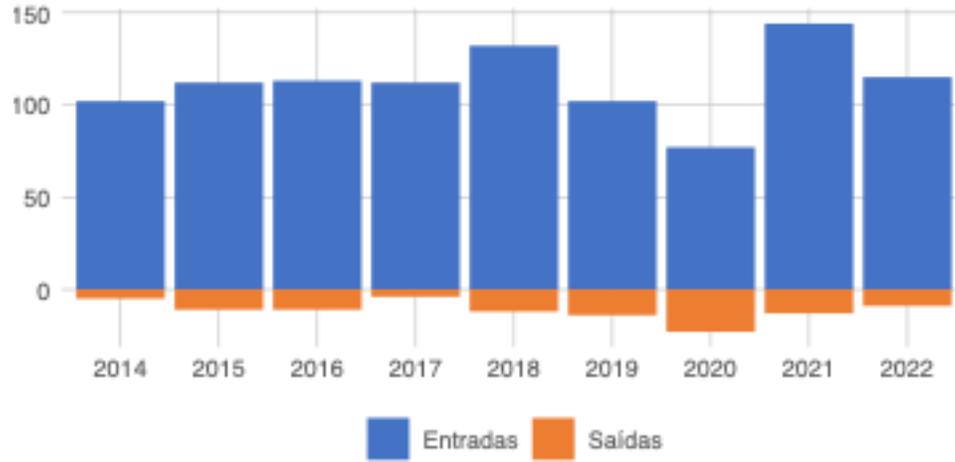


Figura 0.9 - Entradas e saídas de bolsa por país

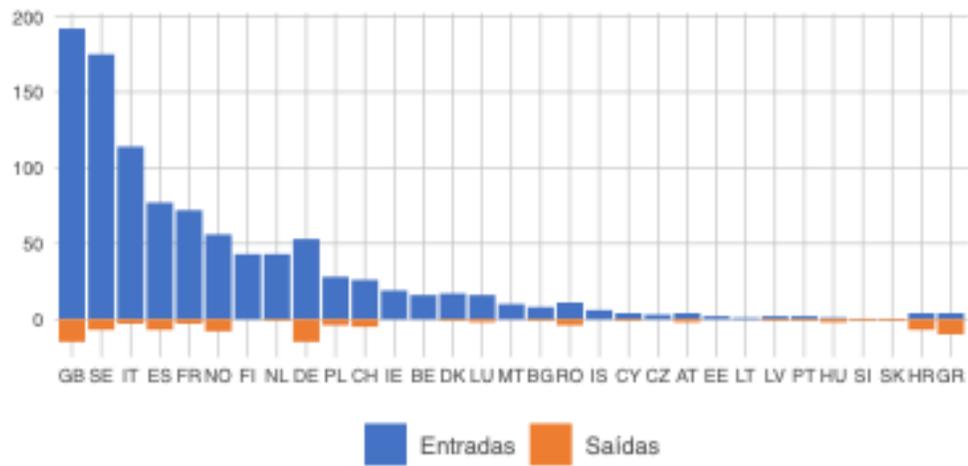


Tabela 0.2 - Cotadas vs. Não cotadas - diferença de médias

Variável	Cotada	Não cotada	Dif.
Caixa	0.183	0.107	0.076***
Crescimento	0.519	0.313	0.205***
Custo da dívida	0.054	0.040	0.014***
Dimensão	12.295	10.506	1.788***
Endividamento	0.308	0.288	0.020***
Endividamento CP/LP	0.240	0.381	-0.141***
Impostos	0.010	0.011	-0.002***
Investimento	0.091	0.037	0.055***
Rendibilidade	0.009	0.031	-0.023***
Stress fin.	0.158	0.064	0.094***

Fonte: Orbis. *** $p < 0.01$

A Tabela 0.2 apresenta, numa análise preliminar, as médias das variáveis analisadas para as empresas cotadas e não cotadas nas dimensões de endividamento, desempenho, crescimento, investimento e fiscalidade. Os resultados evidenciam a existência de diferenças sistemáticas (estatisticamente relevantes para níveis de significância sempre inferiores a 1%) para todas as variáveis em estudo. As empresas cotadas têm, em média, maior dimensão, mais endividamento, um custo da dívida mais elevado, maior crescimento e investimento, superiores níveis de disponibilidades financeiras e encontram-se mais frequentemente em stress financeiro. Por outro lado, têm menor proporção de endividamento de curto prazo, uma menor rendibilidade e uma fiscalidade ligeiramente inferior.

Considerando a assimetria das distribuições, a Tabela 0.3 apresenta a diferença das medianas, verificando que a única diferença negativa que se mantém é a relativa ao endividamento de curto prazo. Para todas as restantes variáveis, as empresas cotadas têm uma mediana estatisticamente mais elevada.

Nas subsecções seguintes faremos referência à Tabela 0.2, nomeadamente com vista à interpretação das diferenças observadas e à comparação com os resultados da análise multivariada.

Tabela 0.3 - Cotadas vs. Não cotadas - diferença de medianas

Variável	Cotada	Não cotada	Dif.
Caixa	0.112	0.050	0.062***
Crescimento	0.098	0.024	0.073***
Custo da dívida	0.041	0.029	0.012***
Dimensão	12.055	10.199	1.856***
Endividamento	0.294	0.234	0.060***
Endividamento CP/LP	0.117	0.268	-0.151***
Impostos	0.007	0.006	0.001***
Investimento	0.063	0.021	0.042***
Rendibilidade	0.024	0.020	0.005***
Stress fin.	0.000	0.000	0.000***

Fonte: Orbis. *** $p < 0.01$

2.4.1 Modelo geral

As secções que se seguem utilizam como ponto de partida o modelo empírico básico apresentado de seguida, cujo propósito consiste em comparar empresas com e sem acesso ao mercado de ações em várias dimensões financeiras e económicas. Essas dimensões incluem o endividamento (nível, estrutura e custo), a flexibilidade financeira, os níveis de investimento, desempenho empresarial e fiscalidade:

$$Dimensão_{i,t} = \alpha_i + \lambda_t + \beta \text{Dummy Cotada}_{i,t} + \sum_j \gamma_j \text{Controle}_{i,j,t-1} + \epsilon_{i,t}$$

i : empresa, t : ano.

Dimensões: Nível de Endividamento, Estrutura de Endividamento, Custo do Capital, Flexibilidade financeira, Investimento, Rendibilidade, Crescimento, Stress Financeiro e Fiscalidade.

Deverá salientar-se que o modelo considera efeitos fixos ao nível de empresa (α) e ano (λ). A utilização nestas circunstâncias de efeitos fixos, permite em grande medida controlar os enviesamentos decorrentes de eventuais variáveis omitidas que não se alteram temporalmente (Greene, 2012). Angrist & Pischke (2009) realçam a importância dos efeitos fixos para o controle da heterogeneidade não-observada, reforçando a possibilidade de estabelecimento de relações causais. Adicionalmente, Wooldridge (2010)

sustenta que modelos de efeitos fixos podem ser eficazes na redução dos problemas resultantes da potencial presença de endogeneidade no modelo empírico. De igual forma, Stock & Watson (2020) discutem como os modelos de efeitos fixos podem ser úteis na redução do enviesamento da causalidade inversa, especialmente em contexto de dados em painel.

Para mitigar ainda mais potenciais problemas de endogeneidade, as variáveis de controle contabilísticas são desfasadas um período.

Nestes termos, consideramos que o modelo com inclusão dos dois efeitos fixos (empresa, ano), para além de variáveis de controle identificadas como relevantes para cada dimensão em estudo é o que se afigura como o mais adequado para lidar com potenciais problemas de heterogeneidade não observada, variáveis omissas e endogeneidade. No entanto, reportam-se ainda assim, nas tabelas de resultados das secções seguintes, um conjunto de especificações alternativas, uma sem variáveis de controle (1), outra com todas as variáveis de controle definidas para o modelo completo (2), e finalmente uma especificação com todas as variáveis de controle, mas incluindo apenas no grupo de controle aquelas empresas que são consideradas como pares das empresas tratadas (3). A amostra emparelhada foi construída, selecionando para cada empresa que acedeu ao mercado de capitais durante o período da amostra, uma empresa do mesmo país e indústria com a dimensão mais próxima sem acesso ao mercado de capitais (em qualquer das vertentes estudadas neste trabalho).

2.4.2 Estrutura de Capitais

2.4.2.1 Endividamento

Diversos estudos sugerem que a realização por empresas de Ofertas Públicas Iniciais (OPIs) de venda de ações e consequente admissão à cotação dos seus títulos desencadeia um processo de reajustamento da sua estrutura de capitais (próprios versus alheios).

Por exemplo, considerando uma amostra de empresas italianas cotadas e não cotadas, Pagano et al. (1998) mostram que empresas independentes de grupos tendem a reduzir o seu nível de endividamento após uma OPI de ações. Os autores consideram ainda que a realização dessa operação tem como um dos seus objetivos o reequilíbrio da estrutura de capitais após frequentemente um período de grandes investimentos. Os mesmos autores também documentam uma redução de investimentos logo após a admissão à cotação, efeito esse que persiste após três anos.

Na mesma linha, Ritter (1991) reporta evidência de que os fundos obtidos em OPIs de venda de ações são frequentemente utilizados pelas empresas para redução do seu nível de endividamento. Resultados semelhantes são confirmados por Bharath & Dittmar (2010), que mostram que as empresas utilizam as ofertas públicas iniciais para ajustar os seus níveis de endividamento de forma a otimizar a sua estrutura de capitais, enquanto Hovakimian et al. (2001) observam que a admissão à cotação associa-se a um realinhamento da sua estrutura de capitais por forma a ajustar às novas prioridades estratégicas e expectativas dos investidores.

Esse efeito de reajustamento nos níveis de endividamento pode resultar da maior possibilidade de obtenção de fundos próprios quando a estrutura acionista se torna mais dispersa. Mas também pode ser fruto de uma maior participação, mais difícil para empresas não-cotadas, de investidores institucionais e provenientes do público em geral (Pagano et al., 1998) cuja confiança na empresa cotada é reforçada pela maior transparência e qualidade de relato financeiro (Teoh et al., 1998), auditoria e escrutínio externo (Ball & Shivakumar, 2008; Bédard et al., 2008) governo societário (Aggarwal et al., 2009; Lehn et al., 2009) e, naturalmente, maior liquidez dos títulos associada a uma admissão à cotação.

Deste modo, a nossa hipótese inicial de investigação pode ser colocada nos seguintes moldes:

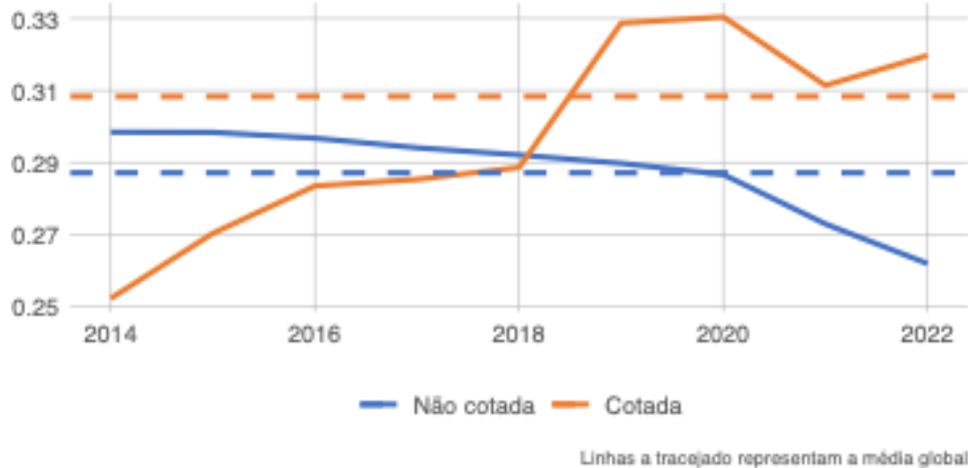
H1a: As empresas que escolhem ser cotadas têm um rácio de endividamento menor do que as empresas não cotadas

Para os efeitos de teste desta hipótese, a definição adotada para o nível de endividamento será o total da Dívida remunerada (Corrente e Não-Corrente) e Outros Passivos Não-Correntes dividida pelo valor dos Ativos Totais.

Dada a forma de construção do nosso modelo empírico com a criação de uma *dummy* Cotada (valor de 1 se a empresa é cotada no período, 0 em caso contrário), com a utilização de efeitos fixos ao nível da empresa, o impacto que se espera vir a mensurar sobre o endividamento resulta de uma admissão à cotação ocorrida durante o período da nossa análise. De facto, para as empresas já cotadas antes do nosso período, essa dimensão seria absorvida nos efeitos fixos-empresa, dado ser uma característica corporativa que não se altera durante todo o período da nossa amostra. Para evitar enviesamentos nos resultados, estas empresas, assim como as observações no período após a saída de bolsa, foram excluídas da nossa análise (aqui e nas secções seguintes), isto é, foram excluídas do grupo de controlo.

Em termos de análise univariada, a Figura 0.10 apresenta, numa simples descrição exploratória, a evolução do nível de endividamento médio para empresas cotadas e não-cotadas, ao longo do tempo.

Figura 0.10 - Endividamento - evolução



Da análise da Figura 0.10, é de salientar a existência de uma diferença estatisticamente significativa (ver Tabela 0.2) entre os dois grupos, sendo que, não obstante tendências de evolução divergentes durante o período, as empresas cotadas apresentam em média um nível superior de endividamento (0.308 versus 0.288) aparentemente contrariando deste modo a Hipótese 1a. No entanto, esta análise ignora os efeitos de variáveis de controle e de efeitos fixos, cuja inclusão pode alterar substancialmente esta conclusão inicial, como se testará adiante.

Para a análise multivariada que será apresentada de seguida, recorrendo ao modelo empírico de base já apresentado na Secção 2.4.1, torna-se necessária a inclusão de variáveis de controle suscetíveis de influenciar também o nível de endividamento de uma empresa, cuja justificação e sinais esperados se apresentam de seguida:

- **Rendibilidade** (+ ou -): Diversas teorias financeiras sugerem que a rendibilidade de uma empresa poderá influenciar o seu nível de endividamento, embora a literatura sugira sinais contraditórios. Assim, por um lado, a *Pecking Order Theory* (Myers & Majluf, 1984) antecipa que as empresas financiam prioritariamente novos projetos com fundos gerados internamente e recorrem a financiamento externo apenas uma vez esgotados estes. Consequentemente, empresas mais rentáveis, que geram mais fundos internos, deverão deter menores volumes de dívida. Já a teoria do *Trade-Off* (Kraus & Litzenberger, 1973) refere que empresas mais rentáveis poderão recorrer mais intensamente a endividamento já que possuirão menores riscos e custos esperados de falência. Finalmente, a Teoria de Agência (Jensen, 1986) assume que a Dívida poderá ser um mecanismo de controle dos riscos de agência associados aos chamados Fluxos de Caixa Livres (*Free Cash-Flows*), tipicamente associados a empresas mais rentáveis. Por sua vez, a literatura empírica mostra igualmente resultados contraditórios em relação a evidência de suporte a essas teorias e ao

impacto desta variável no endividamento (ver por ex. Rajan & Zingales (1995); Titman & Wessels (1988)). O sinal esperado do impacto desta variável é indeterminado.

- **Crescimento (+):** As diversas teorias referidas acima (*Pecking Order*, *Trade-Off* e *Agência*) concordam, embora por motivos diversos, que o crescimento poderá implicar um maior recurso a endividamento. Assim, a *Pecking Order Theory* sugere que, dada a preferência pela utilização de recursos financeiros internos, à medida que uma empresa cresce e as suas oportunidades de investimento aumentam, esta pode esgotar as suas reservas internas de capital. Nesse cenário, a empresa pode recorrer ao endividamento como a próxima opção na hierarquia de financiamentos, aumentando assim o seu nível de dívida. Por sua vez, a teoria do *Trade-Off* observa que num contexto de crescimento, uma empresa em expansão pode ter maior capacidade de gerar receitas futuras, o que poderia justificar um nível mais alto de endividamento para aproveitar os benefícios fiscais da dívida. No entanto, o risco de falência pode limitar esse aumento, especialmente se o crescimento for incerto ou arriscado. Por sua vez, a teoria da *Agência* sugere que o crescimento pode aumentar a necessidade de monitorização dos gestores, e a dívida pode servir como uma ferramenta para esse efeito (Myers, 1977; Stulz, 1990). Neste estudo, o crescimento é medido pela taxa de crescimento anual das receitas e espera-se assim um sinal positivo sobre o nível de endividamento.

- **Investimento (+)** Por motivos semelhantes aos referidos a propósito do crescimento, espera-se que empresas que realizem investimentos substanciais poderão possuir maiores níveis de endividamento. O Investimento é aqui medido pelo quociente entre o Investimento e o Total dos Ativos, sendo o investimento definido como a variação dos Ativos Não-Correntes adicionada das Amortizações e Depreciações.

- **Tangibilidade (+):** A tangibilidade dos ativos pode contribuir para um aumento do nível de endividamento das empresas porque os ativos tangíveis poderão oferecer garantias reais mais seguras para os credores, reduzindo assim o risco associado aos empréstimos. De acordo com Harris & Raviv (1991), a presença de ativos tangíveis está positivamente correlacionada com a capacidade de uma empresa contrair dívidas, pois esses ativos podem ser facilmente avaliados e vendidos em caso de incumprimento, mitigando as preocupações dos credores sobre a recuperação do seu capital. Além disso, Rajan & Zingales (1995) argumentam que uma maior tangibilidade dos ativos aumenta a confiança dos credores na solvência da empresa, o que facilita o acesso a financiamentos com condições mais favoráveis. Dessa forma, a tangibilidade dos ativos funciona como um mecanismo de redução de risco, incentivando os credores a fornecerem mais crédito às empresas que possuem uma base sólida de ativos com esta característica, justificando a expectativa de um sinal positivo para esta variável.

- **Dimensão da empresa (+):** A dimensão de uma empresa contribui para um aumento do seu nível de endividamento porque empresas maiores tendem a ter maior acesso a financiamento externo, maior reputação e estabilidade financeira, o que as torna potencialmente menos arriscadas perante os credores. Titman & Wessels (1988) demonstram que empresas de maior dimensão têm maior capacidade de diversificação de risco e, portanto, podem suportar níveis superiores de endividamento. Além disso, Rajan & Zingales (1995) argumentam que empresas grandes frequentemente apresentam menores custos de falência, uma vez que possuem estruturas organizacionais mais complexas e ativos diversificados, tornando a recuperação de crédito mais provável em caso de incumprimento. Frank & Goyal (2009) também corroboram essa visão ao identificar que empresas maiores têm menor volatilidade dos seus lucros e, conseqüentemente, uma menor probabilidade de enfrentar dificuldades financeiras, permitindo-lhes sustentar maiores volumes de dívida. Dessa forma, a dimensão empresarial atua como um indicador de confiança e estabilidade para os credores, facilitando o aumento do nível de endividamento e justificando o sinal positivo para o respectivo coeficiente.
- **Idade da empresa (+)** A idade de uma empresa pode afetar positivamente a sua capacidade de endividamento devido a efeitos reputacionais de um historial de crédito mais longo e de uma maior maturidade do seu negócio (Berger & Udell (1995); Petersen & Rajan (2002)). Espera-se, deste modo, um impacto positivo desta variável, tendo-se determinado a idade de uma empresa em cada ano com base na sua data de incorporação.
- **Caixa (+ ou -):** A acumulação passada de volumes substanciais de tesouraria pode ser vista como um fator de redução de risco pelos credores, dada a possibilidade imediata de uso dessas reservas para pagar os empréstimos (Opler et al. (1999)). Também Denis & Sibilkov (2010) sugerem que a detenção de elevados níveis de caixa pode ser uma resposta adequada para empresas com maiores níveis de endividamento e elevados custos de financiamento associados. No entanto, e nos termos da teoria da *Pecking Order* proposta por Myers & Majluf (1984), a acumulação de reservas de caixa permite a disponibilização de fundos internos que evitam o recurso a financiamentos externos, o que levaria a um impacto negativo sobre endividamento. Considerando todos estes aspetos, manteremos em aberto o sinal da associação esperada entre Caixa e Endividamento.
- **Fluxo de Caixa (+ ou -):** A geração de fluxos de caixa de uma empresa pode contribuir para reduzir o nível de endividamento porque estes fundos gerados aumentam a capacidade interna da empresa de financiar as suas operações e investimentos, diminuindo a necessidade de recorrer a financiamento externo. De acordo com a teoria do *Pecking Order* proposta por Myers & Majluf (1984), as empresas preferem financiar-se primeiro com recursos internos, em seguida com dívida, e finalmente com a emissão de novas

ações, devido aos custos de emissão e à assimetria. No entanto, Jensen (1986) sugere que a presença de fluxos de caixa elevados pode incentivar a empresa a buscar mais dívida para beneficiar-se das vantagens fiscais dos juros dedutíveis, aumentando assim o valor da empresa. Além disso, Myers & Rajan (1998) argumentam que fluxos de caixa sólidos podem aumentar a capacidade de endividamento ao proporcionar maior segurança aos credores sobre a capacidade da empresa de honrar suas obrigações financeiras. Deste modo, espera-se um impacto de sinal indefinido desta variável, que é medida como a soma do resultado líquido com as amortizações e depreciações, dividida pelos Ativos Totais.

Os resultados da aplicação do Modelo Geral descrito na Secção 2.4.1 são apresentados na Tabela 0.4.

Tabela 0.4 - Acesso ao Mercado de Ações - Endividamento

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.029*** (0.008)	-0.045*** (0.010)	-0.062*** (0.011)
Rendibilidade		-0.117*** (0.016)	-0.036 (0.099)
Crescimento		0.001*** (0.000)	0.001 (0.002)
Investimento		0.026*** (0.004)	0.043 (0.028)
Tangibilidade		0.043*** (0.007)	0.089* (0.047)
Dimensão		0.035*** (0.003)	0.024 (0.015)
log Idade		-0.019*** (0.004)	-0.068** (0.034)
Caixa		-0.060*** (0.006)	0.039 (0.055)
Fluxo De Caixa		-0.169*** (0.010)	-0.200*** (0.067)
Obs.	285759	174295	5904
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	42803	30860	2492
Tratadas cotadas	679	358	346

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os dados da Tabela 0.4. permitem as seguintes ilações: em primeiro lugar, e baseando a nossa análise no Modelo (3), confirmada todavia também pelos demais modelos reportados, os dados não permitem rejeitar a Hipótese H1a. Assim, deteta-se que, tudo o mais constante, a decisão de admissão à cotação de uma empresa está associada a uma redução (estatisticamente significativa a um nível de significância inferior a 1%) do nível de endividamento, quantificada em cerca de 6.2 pontos percentuais do total do Ativo. Conforme se pode apreciar da Tabela 0.4, esse resultado contrasta com o verificado na simples análise univariada, confirmando a relevância da consideração das variáveis de controle enumeradas.

Por sua vez, dentro das variáveis de controle, é de assinalar o sinal concordantes, no Modelo (3), com o impacto esperado no caso da Tangibilidade (positivo), assim como o sinal estatisticamente significativos e negativos para os Fluxos de Caixa. No entanto, observa-se igualmente um sinal contrário (negativo) ao esperado para Idade, sugerindo que empresas mais antigas tenderão a possuir um menor endividamento. É de salientar que no caso do Modelo (2), onde não é efetuado um emparelhamento de empresas, em todos os estes casos o nível de significância das estimativas dos coeficientes em causa é inferior a 1%, confirmando-se os resultados essenciais do Modelo (3) mas sendo adicionalmente evidenciada significância estatística para as demais variáveis, e geralmente de acordo com o esperado (caso, em especial, dos sinais positivos para as variáveis tangibilidade, investimento, crescimento e dimensão). É de salientar que embora não beneficie de um emparelhamento de observações, a especificação (2) possui o benefício de um maior número de observações do que a especificação (3).

Em conclusão, os dados estão de acordo com a hipótese de que a admissão à cotação poderá permitir uma maior facilidade das empresas em aceder a fundos próprios, possivelmente em razão da conseqüente maior dispersão de capital, maior visibilidade, melhor qualidade de relato financeiro, escrutínio externo, confiança de investidores e/ou liquidez dos títulos. Tal circunstância poderá deste modo estar a ser aproveitada pelas empresas cotadas para reequilibrar a sua estrutura de capitais, melhorando a sua resiliência em face de choques externos e sendo esse efeito economicamente significativo (um abaixamento do rácio de Dívida Total/Ativos Totais em cerca de 6.2 pontos percentuais, tudo o mais constante).

2.4.2.2 Endividamento CP/LP

A estrutura de maturidade do endividamento é igualmente um tema relevante que nos levou a investigar se as empresas que decidiram ser cotadas estarão associadas a maiores facilidades de obtenção de financiamento alheio de longo prazo, dispondo assim de uma maior estabilidade das suas fontes de financiamento.

Faulkender & Petersen (2006) argumentam que empresas cotadas, tendo melhor acesso aos mercados de capitais, poderão emitir dívida de longo prazo com maior facilidade em comparação com empresas não-cotadas, que podem enfrentar maiores restrições de acesso a fontes de financiamento mais permanentes.

Adicionalmente, Diamond (1991a) sugere que a maior transparência e exigências de divulgação das empresas cotadas reduzem a assimetria de informação, permitindo que essas empresas emitam dívida de longo prazo com menores custos de agência. Harris & Raviv (1991) destacam que empresas cotadas

geralmente têm uma reputação mais estabelecida no mercado, o que lhes permite negociar termos mais favoráveis para a emissão de dívida de longo prazo.

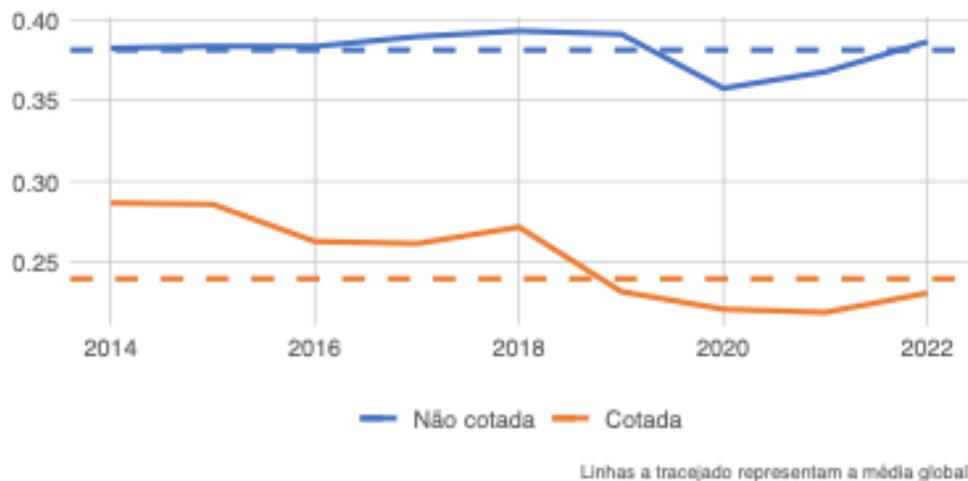
Denis & Mihov (2003) mostram, por sua vez, que empresas cotadas tendem a ter uma base de investidores mais diversificada, o que facilita a emissão de títulos de dívida de longo prazo. Stohs & Mauer (1996) argumentam que o maior custo de emissão de dívida para empresas não-cotadas as leva a preferir maturidades mais curtas, enquanto que empresas cotadas podem suportar os custos fixos mais elevados tipicamente associados, tudo o mais constante, à emissão de dívida de longo prazo.

De igual modo, a teoria do *Trade-Off* de Myers (1977) sugere que empresas cotadas, sendo geralmente maiores e mais estáveis financeiramente, podem beneficiar de uma estrutura de capital mais alavancada com dívidas de longo prazo, devido à sua capacidade de suportar maiores custos fixos. Finalmente, Anderson et al. (2004) sugerem que um governo societário mais robusto em empresas cotadas poderá reduzir os custos de agência associados à emissão de dívida de longo prazo.

Com base nestes argumentos, podemos definir a seguinte hipótese de investigação:

H1b: As empresas que escolhem ser cotadas têm uma menor proporção de endividamento de curto prazo, em relação ao endividamento de longo prazo, do que as empresas não cotadas.

Figura 0.11 - Endividamento CP/LP - evolução



A Figura 0.11 apresenta a evolução ao longo do tempo da proporção de endividamento de curto prazo durante o período da nossa amostra. Como antecipado pela discussão acima, as empresas não-cotadas possuem um rácio de empréstimos de curto prazo em relação aos empréstimos de longo prazo significativamente superior ao das suas congéneres cotadas (0.381 versus 0.240, sendo a diferença

estatisticamente significativa a um nível de significância inferior a 1%, ver Tabela 0.2). Mas esta constatação necessita novamente de ser aferida com mais rigor através de uma análise multivariada, que está patente na Tabela 0.5. Para esse efeito, e dadas as justificações semelhantes aplicáveis neste caso à determinação da estrutura de endividamento, tomaram-se essencialmente as mesmas variáveis de controlo usadas na Secção 2.4.2.1 e utilizou-se o Modelo Geral como anteriormente, estabelecendo como variável dependente a proporção de endividamento de curto prazo sobre o endividamento de longo prazo.

Tabela 0.5 - Acesso ao Mercado de Ações - Endividamento CP/LP

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.062*** (0.010)	-0.057*** (0.013)	-0.028* (0.015)
Rendibilidade		-0.110*** (0.033)	0.121 (0.166)
Crescimento		0.000 (0.001)	-0.004 (0.003)
Investimento		-0.038*** (0.008)	-0.068* (0.039)
Tangibilidade		-0.134*** (0.014)	-0.074 (0.063)
Dimensão		-0.015*** (0.005)	-0.047** (0.019)
log Idade		0.052*** (0.008)	0.120*** (0.044)
Caixa		-0.078*** (0.016)	-0.113 (0.071)
Fluxo De Caixa		0.063*** (0.021)	-0.064 (0.117)
Obs.	225370	145258	5267
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	37285	27570	2208
Tratadas cotadas	605	332	320

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Centrando a nossa análise novamente na especificação (3), os resultados empíricos da estimação do Modelo Geral confirmam no essencial os resultados da análise univariada. Ou seja, a *dummy* Cotada apresenta um coeficiente negativo (estatisticamente significativo a um nível inferior a 10%), consistente com a ideia de que as empresas cotadas têm uma proporção do seu endividamento de curto prazo menor. A estimativa dada pela especificação (3) corresponde a um efeito que ascende a cerca de 2.8 pontos percentuais (5.7 pontos no caso da especificação (2)). Recorde-se que, de acordo com a Tabela 0.1, o valor médio para a

variável de Endividamento de Curto Prazo / Endividamento de Longo Prazo era de cerca de 37.9% (mediana de 26.5%), pelo que se trata de um efeito com algum significado económico.

Ao nível das variáveis de controle, é de referir a relevância estatística de diversas das variáveis consideradas, embora em alguns casos com sinais opostos aos esperados (dimensão e investimento) tal como definidos a propósito das determinantes do nível de endividamento. No caso da especificação (2), que beneficia de um maior número de observações, novamente se verifica um maior número de variáveis de controle estatisticamente significativas, assim como se confirmam, todavia, o efeito estatisticamente significativo da principal variável de interesse, a *dummy* Cotada. Observando-se nessa especificação (2) um impacto negativo e contrário ao esperado das variáveis tangibilidade e investimento, uma possibilidade lógica de explicação desses resultados residirá no argumento de que empresas com elevados investimentos tenderão primordialmente a financiar-se a partir de financiamentos de longo prazo, que com frequência poderão estar colateralizados por ativos tangíveis, justificando assim o impacto negativo observado para estas variáveis.

Em suma, os resultados são deste modo consistentes com a ideia de que a entrada no mercado de capitais na vertente acionista permite um melhor acesso a fontes de financiamento por capital alheio de longo prazo. Isso poderá ser fruto de maior transparência do relato financeiro, maior diversificação do leque de investidores, maior escrutínio externo, maior qualidade de governo societário e possivelmente maior recurso a capitais próprios (ver resultados da Secção 2.4.2.1). Tal acesso contribuirá assim plausivelmente para uma maior estabilidade das fontes de financiamento dessas empresas e um menor risco de problemas de liquidez por dificuldades de refinanciamento de linhas de curto prazo.

2.4.2.3 Custo da dívida

Vários estudos sugerem que a listagem em bolsa de uma empresa pode diminuir o risco percecionado das suas ações (ver por exemplo, Reints & Vandenberg, 1975; Ying et al., 1977) e, portanto, reduzir o seu custo de capital, um efeito que deverá ser mais pronunciado para empresas de menor dimensão (Dhaliwal, 1980).

Essa redução de risco pode ser causada por um aumento na liquidez das ações que pode reduzir o prémio de risco de liquidez para o custo de capital próprio (Franzoni et al., 2012). Mas também pode ser o resultado de um risco percecionado mais baixo associado a um governo societário aprimorado (Zhu, 2014), maior escrutínio por analistas (Botosan, 1997) e/ou por investidores institucionais (Attig et al., 2013), melhor

divulgação financeira e transparência (Barth et al., 2013; Yu, 2005) e/ou auditoria externa de melhor qualidade (Krishnan et al., 2013).

Os benefícios acima referidos podem surgir devido à maior visibilidade pública e à adesão necessária aos padrões de listagem de bolsas de valores relativamente às melhores práticas de governo societário, que impõem, entre outros aspetos, uma elevada qualidade do relato financeiro para empresas cotadas. Zhu (2014) documenta que o efeito da qualidade do governo societário sobre o custo de capital é mais forte em países com melhores sistemas legais, práticas de divulgação mais extensas e boa qualidade governamental, sendo esse efeito sentido não apenas sobre o custo de capital próprio, mas também sobre o da dívida. Em consonância com isso, e para uma amostra de empresas portuguesas listadas, Gomes (2014) encontra evidência empírica de que a conformidade com as recomendações de governo societário para empresas cotadas tem um impacto estatístico e económico relevante sobre o custo da dívida.

No que diz respeito às empresas cotadas, a pesquisa existente tem usado aproximações ao custo de capital próprio *ex-ante* (“custo de capital implícito”) com base nas estimativas de ganhos dos analistas (geralmente retiradas do I/B/E/S - *Institutional Brokers’ Estimate System*), enquanto que o custo da dívida é frequentemente estimado com dados de demonstrações financeiras históricas. No caso do custo de capital próprio, por exemplo, Zhu (2014) utiliza uma média dos seguintes quatro modelos: (i) modelo de avaliação de renda residual de Gebhardt et al. (2001); (ii) modelo de avaliação de renda residual de Claus & Thomas (2001); (iii) modelo de avaliação de crescimento anormal de lucros de Ohlson & Juettner-Nauroth (2005); e finalmente (iv) modelo *PEG ratio* de Easton (2004) (razão preço-lucro dividido pela taxa de crescimento), um caso especial de (iii). A premissa básica desses modelos é que o custo de capital implícito corresponderá à taxa interna de retorno que iguala o preço atual da ação ao valor atual da sequência esperada de rendimentos residuais ou lucros anormais futuros.

Por sua vez, o custo da dívida é geralmente definido como o quociente entre a despesa de juros do ano dividida pela média da dívida de curto e longo prazo durante o ano (ver Francis et al., 2005). Essa estimativa do custo da dívida reflete uma taxa de juro histórica antes de impostos, com base nas decisões acumuladas de financiamento por dívida de cada empresa.

Como o propósito da nossa pesquisa é avaliar o impacto de ser cotada sobre o custo de capital de uma empresa, na ausência de dados previsionais confiáveis para empresas não cotadas, a análise do custo de capital próprio torna-se inviável. Assim, a nossa análise empírica foca-se apenas no impacto de uma entidade decidir ser cotada em bolsa sobre o custo da sua dívida.

A hipótese nula que se pretende deste modo testar, atendendo à discussão anterior, pode ser colocada da seguinte forma:

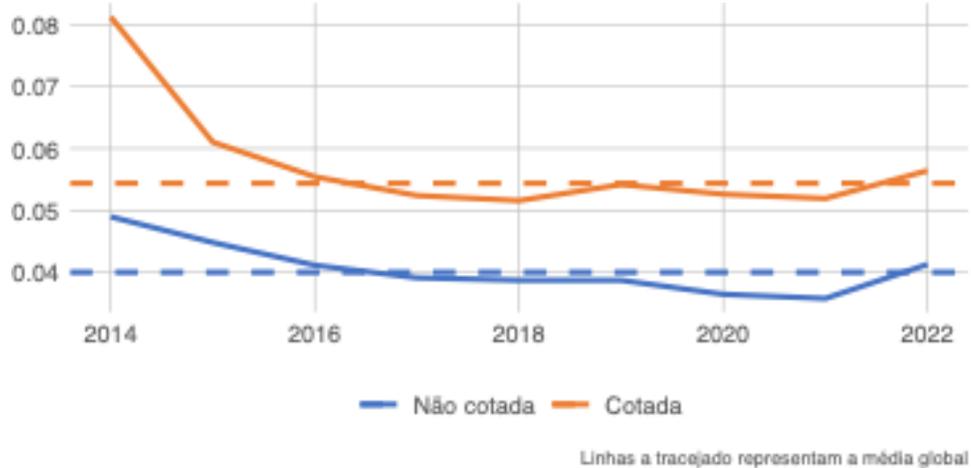
H2: As empresas que escolhem ser cotadas têm um menor custo da dívida do que as empresas não cotadas

Nestes termos, além do impacto negativo esperado de uma variável *dummy* refletindo o estatuto cotada ou não-cotada da empresa (a nossa principal variável explicativa de interesse) sobre o custo da dívida, um número de outras variáveis de controle também devem ser levadas em conta, a seguir detalhadas:

- **Endividamento (+):** devido ao maior risco financeiro, o custo da dívida deveria ser maior, *ceteris paribus*, para empresas com maiores níveis relativos de endividamento (Collin-Dufresne et al. (2001)), devido à maior segurança para os credores de que o valor dos ativos poderá ser suficiente para cobrir as responsabilidades financeiras. Espera-se deste modo um impacto positivo desta variável sobre o custo da dívida.
- **Rendibilidade (+):** Opler & Titman (1994) apresentam evidência empírica suportando a ideia de que empresas mais rentáveis terão menores custos associados a dificuldades financeiras (*financial distress*), implicando um menor custo da dívida, e uma expectativa deste modo de um impacto positivo da variável rendibilidade.
- **Taxa de Cobertura de juros (-):** Esta variável controla o facto de que a geração de maiores níveis de lucro operacional por unidade de juros pagos é habitualmente vista como um fator mitigador de risco para os credores, independentemente da existência ou não de ativos suficientes em caso de liquidação da empresa (capturado na variável anterior). Alinhado com esta ideia, Ashbaugh-Skaife et al. (2006) e Moyer et al. (1989), entre numerosos outros estudos, evidenciam uma relação negativa entre a taxa de cobertura de juros e o custo da dívida, reforçando assim a nossa expectativa de um impacto negativo desta variável.
- **Dimensão da empresa (-):** Como argumentado por Yu (2005), uma vez que empresas maiores tendem a ter um risco de falência menor e, portanto, um custo de financiamento por dívida mais baixo, espera-se que o tamanho da empresa esteja negativamente associado ao custo da dívida.
- **Crescimento (+):** Uma vez que oportunidades de crescimento podem aumentar os potenciais conflitos de interesse entre acionistas e credores (Myers, 1977), ou aumentar a incerteza sobre a evolução futura dos fluxos de caixa de uma empresa (Graham et al., 1998; Smith Jr & Watts, 1992), essa circunstância também poderá influenciar o custo da dívida.

- **Tangibilidade (-):** Se uma empresa possui uma proporção maior de ativos que podem ser usados como garantia colateral, menor deverá ser o custo da dívida, tudo o mais constante (Parsons et al., 2009). O rácio entre os ativos tangíveis e os ativos totais poderá assim ser usada como uma *proxy* para a qualidade da garantia (do ponto de vista do credor) no caso de incumprimento (ver por exemplo Lin et al., 2011), deste modo esperando-se um impacto negativo sobre o custo da dívida.
- **Maturidade da dívida (+ ou -):** Diamond (1991b) sugere que empresas com maior qualidade de crédito tendem a preferir dívida de curto prazo. Com consequências similares, a teoria da substituição de ativos (ver por ex. Flor, 2011) afirma que a dívida de curto prazo alivia o problema da substituição de ativos, já que empresas com mais dívida de curto prazo estão sujeitas a renegociações mais frequentes e maior escrutínio, o que resulta em uma redução do custo da dívida devido ao menor risco percebido de empréstimo. No entanto, uma teoria concorrente, mencionada por He & Xiong (2012), prevê que o risco de renovação de financiamento associado à dívida de curto prazo intensifica o conflito entre acionistas e detentores de dívida, levando a uma maior probabilidade de incumprimento. De acordo com essa teoria de risco de renovação, Wang et al. (2020) documenta que uma estrutura de maturidade mais curta aumenta o custo dos empréstimos bancários. Dadas estas teorias, espera-se que a maturidade da dívida impacte o custo da dívida, mas com sinal indefinido.
- **Fluxo de Caixa (-):** Independentemente dos seus resultados contabilísticos, empresas com maiores capacidades de geração de fluxos de caixa estarão em melhores condições de assegurar o cumprimento do seu serviço de dívida. Moyer et al. (1989) documenta evidência de uma relação negativa entre a capacidade de geração de caixa e o custo do endividamento.
- **Caixa (-):** Para além da capacidade de geração periódica de fluxos de caixa, a acumulação passada de volumes substanciais de tesouraria pode ser vista como um fator de redução de risco pelos credores, dado a possibilidade imediata de que os tomadores possam usar essas reservas para pagar seus empréstimos (Opler et al., 1999). Espera-se uma relação negativa do nível de Caixa com o custo da dívida.
- **Idade da empresa (-):** Empresas mais jovens terão pouco valor de capital reputacional a perder se os seus gestores se envolverem em comportamentos contrários aos interesses dos credores (Johnson, 1997). Para além disso, empresas com maior longevidade e conseqüente maior historial de crédito e capital reputacional tendem a ser associadas a menor risco de crédito (Diamond, 1991b). Atendendo a esses argumentos, pode assim ser esperado que a idade da empresa esteja inversamente relacionada com o custo da dívida.

Figura 0.12 - Custo da Dívida - evolução



A Figura 0.12 apresenta, numa simples análise descritiva e univariada, a evolução do custo da dívida para empresas cotadas e não-cotadas. Verifica-se a existência de uma diferença estatisticamente significativa (ver Tabela 0.2) entre os dois grupos, sendo que as empresas não cotadas apresentam um custo médio de dívida aparentemente mais baixo do que as cotadas (0.054 versus 0.040). No entanto, esta análise não considera as variáveis de controle o que, como se verá adiante, introduz um enviesamento relevante nessa comparação.

A Tabela 0.6 apresenta por sua vez os resultados da aplicação do Modelo Geral apresentado na Secção 2.4.1 com as variáveis de controle anteriormente definidas.

Em primeiro lugar, os resultados da análise multivariada centrada na especificação (3) contrariam as estatísticas descritivas da análise univariadas, já que a admissão à cotação em bolsa tem uma associação negativa significativa (com um nível de significância inferior a 5%) sobre o custo da dívida. Assim, tudo o mais constante, esse efeito traduz-se num abaixamento do custo da dívida em cerca de 0.7 pontos percentuais, o que se traduz num valor economicamente bastante significativo (a média do valor dessa variável na nossa amostra é de 0.040, conforme se pode retirar da leitura da Tabela 0.1). Ao nível da especificação (2) esse resultado é ainda mais estatisticamente significativo (nível de significância estatística inferior a 1%) assim como mais expressivo o impacto económico (redução de 1.1 pontos percentuais no custo da dívida).

Relativamente às variáveis de controle, é de salientar a deteção de sinais estatisticamente significativos e de acordo com o esperado para as variáveis endividamento (positivo), tangibilidade (negativo), registando-se ainda um impacto positivo do peso da dívida de curto prazo sobre a dívida total (a expectativa de sinal era ambígua). As demais variáveis de controle variam entre situações de inexistência de significância

estatística na regressão ou sinal significativamente diferentes de zero, mas contrário ao esperado (caso do crescimento).

Deste modo, poder-se-á concluir que os dados apontam em termos gerais para um efeito favorável (negativo) e economicamente significativo sobre o custo da dívida associado a uma decisão de admissão à cotação. Tal resultado é consistente com a existência de vantagens relevantes que a admissão à cotação poderá acarretar para as empresas em termos de menor risco percebido por credores, fruto de maior transparência e qualidade da informação do relato financeiro, maior qualidade de auditoria, maior alinhamento com recomendações de bom governo societário e/ou maior escrutínio externo, contribuindo para a redução de assimetria de informação perante credores. Não obstante não possuímos dados suficientes para uma análise formal, será plausível admitir que esses efeitos deverão ser igualmente relevantes ao nível do custo do capital próprio, contribuindo desse modo para uma potencial maior valorização da empresa, tudo o mais constante.

Tabela 0.6 - Acesso ao Mercado de Ações - Custo da Dívida

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.010*** (0.002)	-0.011*** (0.003)	-0.007** (0.003)
Endividamento		-0.006*** (0.001)	0.042*** (0.007)
Rendibilidade		0.007 (0.005)	0.005 (0.031)
Tx. Cob. Juros		0.000*** (0.000)	0.000 (0.000)
Dimensão		0.001** (0.001)	-0.001 (0.003)
Crescimento		0.000 (0.000)	-0.001*** (0.000)
Tangibilidade		-0.009*** (0.002)	-0.035*** (0.010)
Endividamento CP/LP		0.005*** (0.001)	0.007** (0.003)
Fluxo De Caixa		-0.007** (0.003)	-0.011 (0.022)
Caixa		-0.003 (0.002)	-0.003 (0.012)
log Idade		0.006*** (0.001)	-0.002 (0.005)
Obs.	170259	120703	4311
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	29329	23915	1925
Tratadas cotadas	539	289	265

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.4.3 Flexibilidade financeira

Rajan & Zingales (1995) e Opler et al. (1999), entre outros, argumentam que as empresas cotadas têm melhor acesso a mercados financeiros desenvolvidos, o que lhes permite levantar capital de maneira mais eficiente. Este acesso facilitado aos mercados de capitais pode assim proporcionar às empresas cotadas uma maior flexibilidade financeira, permitindo-lhes manter reservas de caixa mais robustas para enfrentar incertezas e financiar oportunidades de crescimento.

Noutra perspetiva, Bushman & Smith (2001) analisam como a qualidade das informações financeiras divulgadas pelas empresas se relaciona com a qualidade do governo societário. Os autores argumentam que a maior transparência e qualidade das divulgações financeiras em empresas cotadas reduzem a assimetria de informação entre a gestão e os investidores, resultando em menores custos de agência e maior confiança dos financiadores da empresa. Essa confiança permite que as empresas cotadas acedam a fontes de capital com maior facilidade e rapidez assim como menores custos, e mantenham maiores reservas de caixa, proporcionando-lhes uma maior flexibilidade financeira.

Berger & Udell (1998) acrescentam a ideia de que empresas cotadas geralmente têm melhor relacionamento com credores e investidores institucionais, permitindo-lhes acesso a crédito e financiamento com maior facilidade, o que contribui de igual modo para uma maior flexibilidade financeira.

Dittmar & Mahrt-Smith (2007) argumentam ainda que a existência de um governo societário mais robusto em empresas cotadas poderá permitir uma gestão mais eficiente das reservas de caixa, proporcionando uma maior flexibilidade financeira sem os problemas de agência (Jensen, 1986) que poderiam eventualmente ocorrer em empresas não-cotadas, pelo menos em situações onde conflitos de interesse entre gestores e acionistas possam estar presentes.

No entanto, também existem visões alternativas sugerindo um sinal contrário para a relação entre a admissão à cotação e as reservas de caixa. Assim, apesar das vantagens de acesso a mercados de capitais e maior transparência do relato financeiro, as empresas cotadas poderão manter menores reservas de caixa em comparação com empresas não-cotadas devido à maior pressão que sofrem para distribuir fundos aos acionistas, ao acesso mais facilitado a financiamentos externos, aos incentivos impostos pelo sistema de governo societário para um uso mais eficiente de recursos financeiros e à necessidade de minimizar potenciais custos de agência associados ao excesso de disponibilidades (Jensen, 1986).

Por exemplo, Leary & Roberts (2010) e Harford et al. (2008) observam que as empresas cotadas estão sob maior pressão de investidores para distribuir lucros na forma de dividendos ou recompra de ações, o que

pode resultar em menores níveis de reservas de caixa. Por sua vez, Faulkender & Wang (2006) e Farinha et al. (2018) sugerem que empresas cotadas, devido ao seu melhor acesso aos mercados de capitais, podem sentir uma menor necessidade de manter grandes reservas de caixa como proteção contra incertezas, já que podem levantar fundos mais facilmente quando necessário.

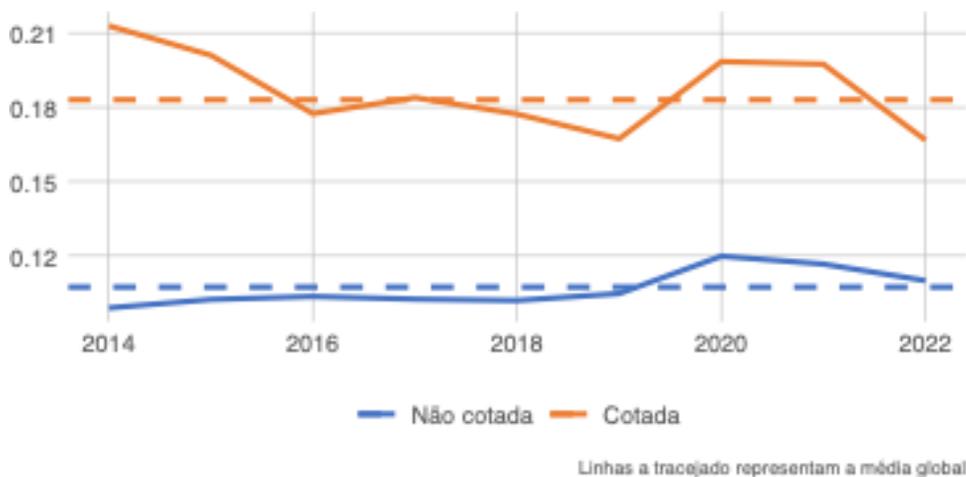
Deste modo, e dados os argumentos contraditórios sobre o efeito da cotação em bolsa sobre o nível de disponibilidades de caixa, a nossa hipótese de estudo poderá ser definida nos seguintes termos:

H3: A decisão de admissão à bolsa tem um impacto significativo, mas de sinal indeterminado, nos níveis de disponibilidades de caixa das empresas

Para o efeito da nossa análise, a variável Caixa foi definida como o valor das Disponibilidades de Caixa e Equivalentes dividido pelos Ativos Totais.

Numa análise preliminar em termos univariados, a Figura 0.13 apresenta a evolução, no período em curso dos valores de Caixa para empresas cotadas e não-cotadas.

Figura 0.13 - Nível de Caixa - evolução



Os dados mostram que as empresas cotadas apresentam em termos médios um rácio de Caixa significativamente superior ao de empresas não-cotadas (0.183 versus 0.107, diferença estatisticamente significativa como pode ser observado na Tabela 0.2). Tal sugere que o acesso ao mercado de capitais na vertente acionista está associado à existência de uma maior flexibilidade financeira que poderá proporcionar às empresas uma maior capacidade de resistência a choques adversos de mercado ou um aproveitamento mais rápido de oportunidades de investimento.

No entanto, tal conclusão será prematura sem antes ser efetuada uma análise multivariada de acordo com o modelo geral descrito na Secção 2.4.1. Para esse efeito, e para além da variável de interesse (*dummy* Cotada) definiram-se as seguintes variáveis de controle:

- **Endividamento** (+ ou -): Opler et al. (1999) sugerem que empresas com níveis mais elevados de endividamento tendem a manter níveis de caixa mais altos para evitar dificuldades financeiras e garantir a capacidade de cumprir obrigações de dívida, funcionando como uma almofada contra crises financeiras. Todavia, existem argumentos e evidência contrária, tal como apontado por Almeida et al. (2004), cujos resultados sugerem que empresas com melhor acesso a fontes de financiamento são menos propensas a manter altos níveis de caixa porque podem obter fundos externos com relativa facilidade ou devido aos mais elevados custos de oportunidade de excedentes de tesouraria. Deste modo, a expectativa é de um sinal indeterminado para a relação entre Endividamento e Caixa.
- **Crescimento** (+ ou -): Empresas em crescimento tendem a manter maiores disponibilidades de caixa para financiar futuras oportunidades de investimento e expansões de atividade, bem como para se protegerem contra incertezas associadas a um crescimento rápido. Nesse sentido, Bates et al. (2009) evidenciam que empresas em crescimento têm maiores necessidades de caixa. No entanto, diversos estudos, como Fazzari et al. (1988), sugerem que o crescimento pode influenciar negativamente os níveis de caixa se as empresas enfrentarem restrições de financiamento, caso em que privilegiarão o reinvestimento dos seus lucros em novos projetos de expansão das suas atividades, mantendo assim menores níveis de caixa. Por esses motivos, não é definido *a priori* o sinal esperado para o impacto desta variável.
- **Investimento** (+ ou -): Pelos mesmos motivos apontados para o crescimento, o investimento realizado por uma empresa (que pode não coincidir temporalmente com o seu crescimento) poderá ter um impacto positivo ou negativo sobre os níveis de caixa de uma empresa. Assim, por exemplo, J. Kim et al. (2011) mostram uma relação positiva entre investimento e níveis de caixa, enquanto que Mikkelsen & Partch (2003) documentam uma relação contrária.
- **Fundo de Maneio Líquido (FML)** (+ ou -): empresas com políticas mais liberais de crédito ou de constituição de inventários e/ou dificuldades em ter prazos suficientemente prolongados de pagamento a fornecedores podem necessitar de manter níveis mais elevados de caixa para cobrir eventuais atrasos nos recebimentos, constituição de existências e prazos curtos de pagamento a fornecedores. Diversos estudos, nomeadamente García-Teruel & Martínez-Solano (2008), mostram que pequenas e médias empresas mantêm níveis de caixa mais elevados para gerir as flutuações de Fundo de Maneio. No entanto, novamente a existência de restrições financeiras pode levar a que as necessidades de fundo de maneio influenciem

negativamente os níveis de caixa de uma empresa. Quando uma empresa com maiores restrições financeiras precisa de investir significativamente em contas a receber ou inventários sem grandes possibilidades de cobertura desse investimento por dívidas a fornecedores, tal pode reduzir as suas reservas de caixa Dechow (2003). Neste enquadramento, o Fundo de Maneio Líquido é medido como a diferença entre Ativos Correntes e Passivos Correntes deduzida das Disponibilidades de Caixa e deflacionada pelos Ativos Totais, com um sinal esperado que tanto poderá ser positivo como negativo para a sua relação com os valores de Caixa.

- **Fluxo de Caixa (+) e Rendibilidade (+):** Empresas com fluxos de caixa operacionais fortes e alta rendibilidade tendem a acumular maiores reservas de caixa devido à sua capacidade de gerar fundos internamente. Almeida et al. (2004) mostram que empresas com maiores fluxos de caixa operacionais tendem a manter níveis mais elevados de caixa enquanto que Opler et al. (1999) observam que empresas mais rentáveis tendem a manter maiores reservas de caixa como resultado dos lucros retidos. Espera-se assim um sinal positivo destas variáveis no nosso modelo como influência sobre os níveis de caixa.
- **Dimensão (+ ou -):** A relação entre a dimensão da empresa e seus níveis de caixa pode depender de diversos fatores, incluindo o nível de acesso ao mercado de capitais (próprios ou alheios), a eficiência na gestão de recursos, complexidade organizacional e as suas estratégias de mitigação de riscos. A evidência empírica sugere em alguns casos um impacto positivo (ex. Opler et al., 1999), noutros negativo (ex. Almeida et al., 2004) e outros estudos apresentam ainda uma evidência mista (ex. D'Mello et al., 2008).
- **Idade (-):** C.-S. Kim et al. (1998) discutem como empresas mais jovens mantêm níveis mais elevados de caixa devido à incerteza dos seus fluxos de caixa futuros e ao acesso limitado a financiamento externo. Em contraponto, Bates et al. (2009) sugerem que empresas mais antigas têm menos necessidade de manter altos níveis de caixa devido ao acesso mais fácil ao financiamento e fluxos de caixa mais previsíveis. Espera-se deste modo que a idade tenha um impacto negativo sobre os níveis de Caixa.
- **Intangibilidade (+):** Em termos gerais, os ativos intangíveis muitas vezes estarão associados a uma maior incerteza em termos de retorno do investimento em comparação com ativos tangíveis. Essa incerteza pode fazer com que as empresas mantenham reservas de caixa maiores como uma almofada contra potenciais flutuações nos resultados operacionais. Consistente com essa ideia, Brown et al. (2009), mostram que empresas com maior proporção de ativos intangíveis (intensivas em Investigação e Desenvolvimento) tendem a manter níveis mais altos de caixa como uma estratégia de mitigação de risco. No entanto, Brown et al. (2012) sugerem que, em caso de existência de restrições ou custos elevados de acesso a financiamento externo, as reservas de caixa podem ser esgotadas a curto prazo dada a sua função como almofada financeira

para fazer face a despesas elevadas em Intagíveis, sugerindo desse modo uma relação negativa. Espera-se, pelos motivos apontados, um sinal indefinido para o seu impacto nos níveis de Caixa.

- **Estrutura de Endividamento** (Curto Prazo/Longo Prazo) (-): Empresas com altos níveis de endividamento de curto prazo podem enfrentar um risco de refinanciamento significativo caso enfrentem restrições financeiras no seu acesso a fundos externos. Se estas não conseguirem refinarciar as suas dívidas renovando as suas linhas de crédito, podem enfrentar conseqüentemente uma crise de liquidez, forçando-as deste modo a reduzir os níveis de caixa para fazer face às obrigações imediatas. O estudo de Almeida et al. (2004) discute como a necessidade de refinanciamento frequente pode pressionar as empresas a usar suas reservas de caixa para pagar dívidas de curto prazo, diminuindo os níveis de caixa disponíveis. Espera-se um sinal negativo para a relação com os valores de Caixa.

Tabela 0.7 - Acesso ao Mercado de Ações - Nível de Caixa

	(1)	(2)	(3)
Cotada	0.008*	-0.004	0.010
	(0.004)	(0.006)	(0.006)
Endividamento		-0.017***	0.025
		(0.003)	(0.016)
Crescimento		0.000	0.000
		(0.000)	(0.001)
Investimento		-0.049***	-0.012
		(0.003)	(0.016)
FML		-0.032***	-0.021
		(0.003)	(0.021)
Fluxo De Caixa		0.039***	0.116***
		(0.007)	(0.043)
Dimensão		-0.007***	-0.026***
		(0.002)	(0.008)
log Idade		0.003	0.001
		(0.002)	(0.013)
Rendibilidade		0.089***	0.112*
		(0.011)	(0.063)
Intangibilidade		-0.067***	0.010
		(0.010)	(0.030)
Endividamento CP/LP		-0.008***	-0.009
		(0.001)	(0.008)
Obs.	312497	145007	5220
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	46421	27640	2219
Tratadas cotadas	675	331	309

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados da aplicação do modelo base apresentado na Secção 2.4.1, com integração das variáveis de controle atrás descritas, constam da Tabela 0.7.

Em primeiro lugar, não resulta da estimação deste modelo que, controladas as variáveis de controle identificadas, os valores de caixa sejam significativamente afetados pela circunstância da empresa decidir ser cotada ou não.

Em termos das diversas variáveis de controle, são de destacar, na especificação (3), os impactos significativos dos fluxos de caixa (positivo), dimensão da empresa (negativo), rentabilidade (positivo). Os sinais obtidos para o impacto dessas variáveis estão dentro das expectativas discutidas anteriormente e não são contrariados pela utilização da especificação (2) onde igualmente não se deteta nenhum impacto estatisticamente significativo da variável Cotada. No entanto, existem nessa especificação algumas diferenças ao nível de algumas das demais variáveis de controle que passam nesse caso a ser estatisticamente significativas.

Fundamentalmente, a evidência recolhida rejeita a hipótese H3 de que empresas cotadas aumentam a sua flexibilidade financeira em relação às não-cotadas. Adicionalmente, poder-se-á concluir que os níveis de caixa variam diretamente com a rentabilidade e capacidade de geração de fluxos de caixa, mas reduzem-se para empresas de maior dimensão.

2.4.4 Investimento

Nesta secção analisamos se, devido ao seu acesso privilegiado aos mercados de capitais, ambientes regulatórios ou pressões dos acionistas, as empresas que decidem ser cotadas investem mais do que as suas congéneres não-cotadas.

Se bem que um dos argumentos habituais para as empresas serem admitidas à cotação em bolsa seja a obtenção de um acesso mais facilitado e diversificado a fontes de financiamento com vista a obter mais recursos para investir (Mikkelson & Partch, 2003; Pagano et al., 1998), diversos estudos reportam, todavia, que as empresas cotadas na prática poderão investir menos que as não-cotadas. Por exemplo, Asker et al. (2015) mostram que as empresas cotadas investem significativamente menos do que empresas congéneres não-cotadas. Esses autores sugerem que as pressões de curto prazo do mercado de ações podem levar a uma redução nos investimentos de longo prazo. Em contraste, Jensen (1986), baseando-se na Teoria da Agência, sugere que devido a conflitos de interesse entre acionistas e gestores quanto à utilização de fluxos de caixa livres, as empresas cotadas poderão tender a investir mais do que não-cotadas, às vezes até ao ponto de um excesso de investimento. Com uma explicação diferente, assente sobretudo no melhor acesso a fontes de financiamento, W. Kim & Weisbach (2008) investigam as motivações para a emissão de ações e concluem

que uma das principais razões é efetivamente a necessidade de capital para financiar novos investimentos (em ativos não-correntes assim como em investigação e desenvolvimento), sugerindo que empresas cotadas têm maior propensão a investir.

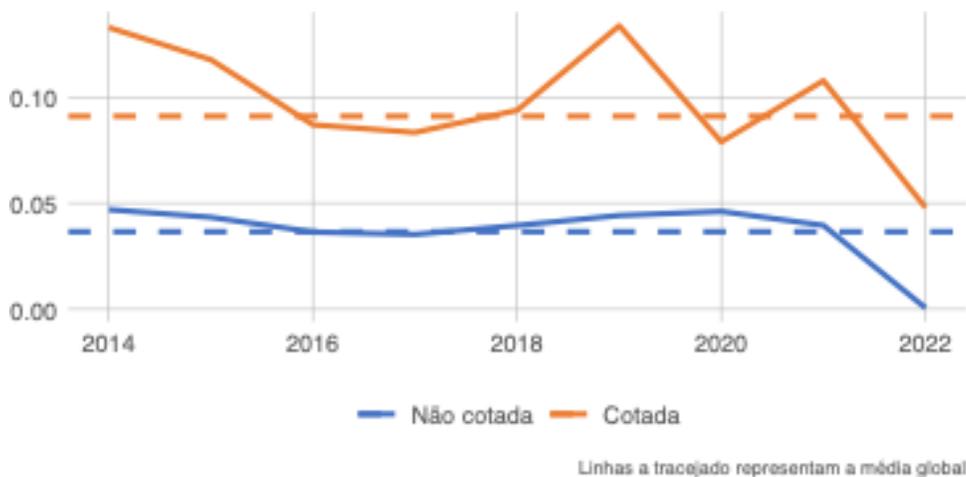
Da discussão anterior poderemos então estabelecer a seguinte hipótese de investigação:

H4: As empresas que escolhem ser cotadas apresentam, tudo o mais constante, uma tendência para investir significativamente diferente da de empresas não-cotadas, sendo o sinal dessa diferença indefinido

Para efeito deste estudo, a variável Investimento é medida como a variação anual dos Ativos Não-Correntes adicionada das amortizações e depreciações e dividida pelos Ativos Totais.

A Figura 0.14 sugere, em concordância com a visão de W. Kim & Weisbach (2008), que as empresas cotadas apresentam um nível de investimento superior ao das empresas não-cotadas. Regista-se assim no período da nossa amostra uma diferença, com uma significância estatística inferior a 1%, de 0.055 (0.091 nas cotadas versus 0.037 nas não-cotadas), conforme se poderá apreciar na Tabela 0.2.

Figura 0.14 - Investimento - evolução



No entanto, esta conclusão preliminar carece, mais uma vez, de ser testada cuidadosamente com recurso a uma análise multivariada utilizando para o efeito o modelo geral que foi apresentado na Secção 2.4.1. Com esse propósito, tomaram-se em consideração as seguintes variáveis de controle:

- **Endividamento (-)** A teoria de sub-investimento de Myers (1977) propõe que empresas altamente endividadas podem evitar investir em projetos de valor atual líquido positivo devido a conflitos de interesse entre acionistas e detentores de dívida. Numa perspetiva diferente, outros autores sugerem também um efeito negativo do excesso de endividamento sobre o investimento. Assim, Fazzari et al. (1988) concluem

que empresas com altos níveis de dívida enfrentam maiores dificuldades para financiar novos investimentos, enquanto que Whited (1992) e Aivazian et al. (2005) apresentam evidências empíricas de que empresas com maiores níveis de endividamento enfrentam restrições de liquidez que afetam negativamente os seus níveis de investimento.

- **Crescimento (+)** Um crescimento mais rápido das receitas totais de uma empresa pode sinalizar a existência de oportunidades de investimento para os seus gestores. Por outro lado, Barro (1990) observa que o investimento está correlacionado com as oportunidades de investimento reconhecidas pelo mercado. Deste modo, é possível estabelecer uma conexão (positiva) entre crescimento e investimento. Dadas as dificuldades de obtenção de estimativas fiáveis para oportunidades de crescimento no caso de empresas não-cotadas, utilizou-se a *proxy* de crescimento anual de receitas como uma medida do potencial de crescimento.
- **Caixa (+):** Empresas com maiores reservas de caixa tendem a ter mais flexibilidade financeira, permitindo-lhes investir mais em oportunidades de crescimento e inovação, mesmo na presença de restrições de financiamento externo. Almeida et al. (2004) estudam a sensibilidade do investimento ao fluxo de caixa, encontrando evidência de que empresas com maiores reservas de caixa são menos dependentes da geração de fundos internos para financiar investimentos, sugerindo assim uma relação positiva entre níveis de caixa e investimento. Por sua vez, Denis & Sibilkov (2010) analisam a relação entre restrições financeiras, investimento e a importância das reservas de caixa, encontrando igualmente que empresas com maiores níveis de caixa investem mais, especialmente aquelas que enfrentam maiores restrições financeiras.
- **Idade (-)** Empresas mais jovens podem ter diferentes padrões de investimento dos das mais antigas devido a vários fatores, como o acesso a financiamento, oportunidades de crescimento e riscos associados. Por exemplo, Evans (1987) sugere que empresas mais jovens tendem a crescer mais rapidamente, indiciando que investirão relativamente mais do que empresas mais antigas, fruto de maiores oportunidades de crescimento, embora também possam enfrentar maiores restrições financeiras.
- **Intangibilidade (-)** A existência de ativos intangíveis como propriedade intelectual, marcas registadas, patentes, tecnologia e capital humano pode influenciar a capacidade e a decisão de uma empresa de investir em novos projetos e inovação de forma a alcançar maiores patamares de crescimento. Mas para empresas com restrições financeiras, o financiamento de ativos intangíveis será mais difícil (B. H. Hall & Lerner, 2010), limitando assim os seus níveis de investimento. Espera-se, pelas razões apontadas, uma relação negativa com o investimento.

- **Fluxo de Caixa (+):** Diversos estudos sugerem que o nível de geração de meios financeiros de uma empresa influencia positivamente o seu nível de investimento. A rentabilidade pode fornecer recursos internos para financiar investimentos, reduzindo a dependência de fontes externas de financiamento e sinalizando boas oportunidades de investimento nas áreas de atividade das empresas em causa. Consistente com estes argumentos, Cleary (1999) encontra uma relação positiva entre a capacidade de geração de caixa e os níveis de investimento. Espera-se uma relação positiva com o investimento.
- **Dimensão (+ ou -)** Empresas maiores geralmente terão vantagens em termos de acesso a recursos e capacidade de absorver e diversificar riscos, o que pode resultar em maiores níveis de investimento em comparação com empresas de menor dimensão. Mas, por outro lado, tais empresas poderão ter menores perspectivas de crescimento futuro, o que limitará os seus níveis de investimento correntes. @kadapakkam1998 impact mostram que a sensibilidade do investimento à geração de fluxos de caixa é diferente entre empresas maiores e menores, implicando a existência implícita de uma relação entre dimensão da empresa e investimento, pelo que manteremos em aberto o sinal dessa influência.

Tabela 0.8 - Acesso ao Mercado de Ações - Investimento

	(1)	(2)	(3)
Cotada	0.005 (0.005)	0.036*** (0.007)	0.013* (0.008)
Endividamento		-0.049*** (0.004)	-0.049*** (0.018)
Crescimento		0.000* (0.000)	0.000 (0.001)
Caixa		0.215*** (0.005)	0.257*** (0.031)
log Idade		-0.005** (0.002)	-0.041*** (0.016)
Intangibilidade		-0.064*** (0.012)	-0.130*** (0.043)
Fluxo De Caixa		0.044*** (0.005)	-0.016 (0.042)
Dimensão		-0.079*** (0.002)	-0.064*** (0.010)
Obs.	245128	171911	5834
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	37038	30501	2473
Tratadas cotadas	646	357	342

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados desta análise são apresentados na Tabela 0.8. Os dados, e os resultados da análise univariada, confirmam a hipótese H4 de existência de uma relação significativa entre a admissão à cotação e os valores de investimento das empresas. Assim, a circunstância de uma empresa ser cotada está associada, na especificação (3), a um maior rácio de Investimento / Ativos totais em cerca de 1.3 pontos percentuais (3.6 pontos na especificação (2)), sendo o coeficiente da *dummy* Cotada significativo a um nível inferior a 10% (1% no caso da especificação (2)). Poder-se-á argumentar que se trata de um impacto economicamente relevante dado que o valor médio do rácio Investimento / Ativos Totais para a amostra de empresas não-cotadas da nossa amostra é de 3.7%.

Por sua vez, os resultados revelam impactos estatisticamente significativos (nível inferior a 1%), e dentro das expectativas de sinal, para o Endividamento, Caixa, Idade, Intangibilidade, e Dimensão (tal como na especificação (2), que adicionalmente também atesta uma significância estatística e de acordo com o sinal esperada para Fluxos de Caixa).

Em resumo, os dados analisados estão em desacordo com os resultados de alguns estudos (ex. Asker et al., 2015) que apontam para a possibilidade de redução de investimentos por parte de empresas cotadas por força de pressões de curto prazo dos mercados de capitais. Pelo contrário, a análise efetuada revela que a admissão à cotação está associada, nas empresas da nossa amostra, a valores significativamente superiores de investimento, o que se alinha com a perspectiva, sugerida noutros estudos, de ocorrência de melhoria do acesso a fontes de financiamento (Mikkelson & Partch, 2003). No entanto, não será de descartar igualmente a hipótese dessa associação derivar de agravamento de problemas de agência (Jensen, 1986).

2.4.5 Desempenho

Uma dimensão adicional relevante que este estudo se propõe analisar é a da associação entre a admissão à cotação das empresas e o desempenho corporativo. Para esse efeito estudaram-se três componentes desse desempenho, a saber, a rentabilidade, o crescimento e o nível do seu *stress* financeiro. Essas análises são detalhadas nas subsecções seguintes.

2.4.5.1 Rentabilidade

Para efeito da análise do impacto da decisão de admissão à cotação na rentabilidade, definiu-se esta última variável como o rácio dos Resultados Operacionais em relação aos Ativos Totais.

Diversos estudos sugerem que poderão existir diferenças significativas entre o desempenho de empresas cotadas e não-cotadas. Essas diferenças poderão resultar de fatores associados ao melhor governo societário das empresas cotadas, ao seu melhor acesso a fontes de financiamento reduzindo restrições financeiras, maior visibilidade no seu mercado, e/ou maior pressão de certos tipos de acionistas tais como investidores institucionais ou ativistas. Assim, por exemplo Klapper & Love (2004) apresentam resultados sugerindo que devido a melhores práticas de governo societário, empresas cotadas poderão ter melhores níveis de desempenho corporativo. Por sua vez, Alexander & Mayer (1991) encontram evidência de que as empresas cotadas no Reino Unido são mais rentáveis do que as congêneres não-cotadas.

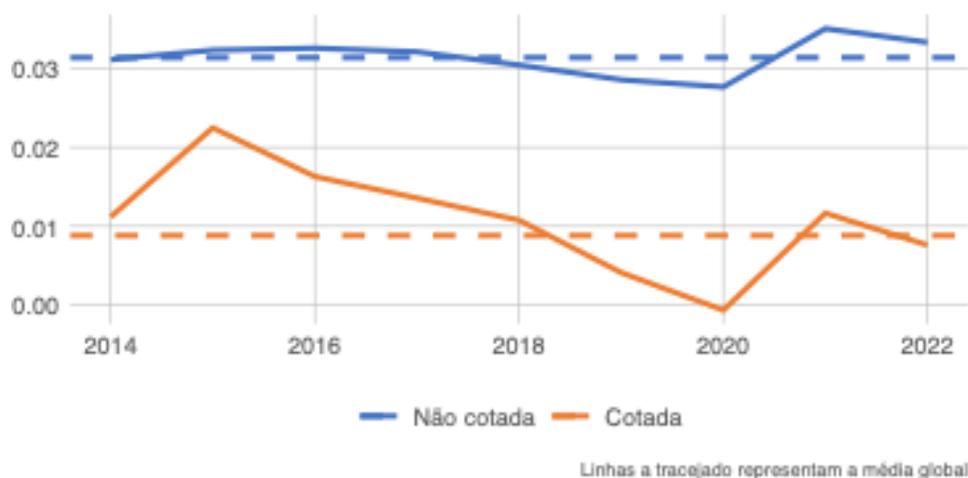
No entanto, e em sentido contrário, as empresas cotadas também poderão ser mais suscetíveis à existência de problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976) associados à maior dispersão do seu capital e potencial desalinhamento de interesses entre gestores e acionistas, bem assim como a uma maior pressão para obtenção de resultados de curto prazo (Stein, 1988). Consistente com a existência de tais problemas, Claessens & Tzioumis (2006) mostram, para uma amostra de 19 países europeus, que a rentabilidade de empresas cotadas é significativamente inferior à de empresas não-cotadas. Resultados semelhantes são igualmente reportados por Silva (2015).

Deste modo, a hipótese que nos propomos estudar pode ser expressa nos termos seguintes:

H5a: As empresas que escolhem ser cotadas possuem uma diferença significativa de rentabilidade em relação às empresas não-cotadas, tudo o mais constante, sendo o sinal dessa diferença indeterminado

Numa primeira análise em termos univariados, a Figura 0.15 mostra que as empresas cotadas apresentam um nível de rentabilidade do seu ativo que se situa abaixo do das não-cotadas (0.009 versus 0.031), sendo a diferença estatisticamente significativa a um nível inferior a 1% (ver Tabela 0.2).

Figura 0.15 - Rentabilidade - evolução



Assim, os resultados desta análise univariada estão aparentemente de acordo com a visão mais pessimista de que a admissão à cotação poderá estar associada a uma menor rentabilidade das empresas. Todavia, há que testar se a consideração de variáveis de controle poderá potencialmente alterar essa conclusão. Com esse propósito, tomou-se novamente o modelo geral expresso na Secção 2.4.1 *sec-modelo_geral*, e consideraram-se as variáveis de controle abaixo explicitadas, juntamente com o sinal esperado da sua relação com a rentabilidade:

- **Dimensão** (+ ou -) De um modo geral, é de esperar que, devido a economias de escala, maior estabilidade financeira e/ou menor risco percebido, poderá existir uma relação positiva entre dimensão de uma empresa e a sua rentabilidade. Por exemplo, M. Hall & Weiss (1967) encontram evidência de que empresas maiores tendem a ser mais rentáveis devido a economias de escala e maior eficiência operacional. No entanto, esse mesmo estudo observa que, após um certo ponto, o aumento do tamanho pode levar a deseconomias de escala, maior complexidade organizacional e ineficiências operacionais, que podem impactar negativamente a rentabilidade. Consistente com essa segunda possibilidade, Dhawan (2001) sugere que empresas maiores podem enfrentar problemas de coordenação e controle, resultando em produtividade marginal decrescente que pode impactar negativamente a sua rentabilidade. Deste modo, manter-se-á neste estudo uma expectativa indefinida para o impacto desta variável.
- **Idade** (+ ou -) Tal como no caso da dimensão empresarial, a literatura tem revelado evidência mista quanto ao impacto da Idade da empresa sobre a sua rentabilidade (Rossi et al., 2016). Por exemplo, enquanto que Guest (2009) reportam que empresas mais antigas são mais rentáveis, outros sugerem um efeito negativo (ex. Coad et al., 2018) e outros ainda uma relação não linear (ex. Warusawitharana, 2018). Deixamos, portanto, em aberto o sinal da relação da Idade com a rentabilidade.
- **Crescimento** (+): Roper (1999) sugere a existência de uma ligação positiva entre as taxas de crescimento das receitas de uma empresa e a sua rentabilidade operacional, embora o impacto possa ser diferente consoante o prazo de análise seja curto ou longo.
- **Investimento** (-) Empresas que atravessam períodos de maior investimento poderão ver a sua rentabilidade afetada a curto prazo por um aumento do valor dos seus ativos a que não corresponde imediatamente um aumento dos seus lucros operacionais, mesmo que os seus efeitos a longo prazo possam ser favoráveis sobre a sua rentabilidade (McConnell & Muscarella, 1985; Titman et al., 2004). Espera-se um impacto negativo desta variável sobre a rentabilidade anual.
- **Intangibilidade** (+): Ativos intangíveis como patentes, marcas, e capital intelectual podem traduzir uma vantagem competitiva sustentável, permitindo que uma empresa mantenha margens de lucro mais elevadas e uma maior rentabilidade operacional. Por exemplo, Madhani (2012) argumenta que ativos intangíveis são fundamentais para criar e sustentar vantagens competitivas que resultam em maior rentabilidade operacional. No contexto da Investigação e Desenvolvimento (tratada, todavia, como custo do exercício nos Estados Unidos) Eberhart et al. (2004) observam uma melhoria anormal de desempenho operacional na sequência de um aumento anormal destas despesas. Espera-se um impacto positivo da Intangibilidade sobre a rentabilidade.

- **Fundo de Maneio Líquido (FML) (-):** Deloof (2003) investigam a relação entre a gestão do fundo de maneo e a rendibilidade de empresas belgas e encontram evidência de um impacto significativo sobre a rendibilidade. Assim, os seus resultados sugerem que empresas que mantêm níveis elevados de contas a receber e inventários, não compensados por correspondentes níveis de dívidas a fornecedores, tendem a ter uma menor rendibilidade. Resultados similares são reportados por Shin & Soenen (1998). Espera-se um sinal negativo para a sua relação com a rendibilidade.
- **Caixa (-)** Opler et al. (1999) argumentam que altos níveis de caixa podem estar associados a menor eficiência operacional devido a decisões sub-ótimas de investimento em ativos líquidos causadas por problemas de agência associados às preferências dos gestores por liquidez. Independentemente disso, a existência de elevados valores de caixa com remunerações relativamente reduzidas pode traduzir-se num abaixamento da rendibilidade dos ativos das empresas. Nestes termos, espera-se um impacto negativo de Caixa na rendibilidade.

Tabela 0.9 - Acesso ao Mercado de Ações - Rendibilidade

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.011*** (0.002)	-0.003 (0.003)	-0.005 (0.003)
Dimensão		-0.016*** (0.001)	-0.012** (0.005)
log Idade		0.000 (0.001)	0.024** (0.010)
Crescimento		0.000*** (0.000)	0.001 (0.000)
Investimento		-0.004*** (0.001)	-0.004 (0.014)
Intangibilidade		-0.037*** (0.006)	-0.004 (0.020)
FML		-0.015*** (0.002)	-0.004 (0.014)
Caixa		0.008*** (0.002)	0.038** (0.018)
Obs.	274921	175622	5996
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	40656	31109	2512
Tratadas cotadas	679	358	345

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados da aplicação do Modelo geral com estas variáveis de controle são apresentados na Tabela 0.9.

Em primeiro lugar, e centrando-nos na especificação (3), os dados não revelam, contrariamente à análise univariada, que a decisão de admissão à cotação tenha um impacto estatisticamente significativo (positivo ou negativo) sobre a rendibilidade das empresas. Esses resultados não coincidem com os reportados, entre outros, por Claessens & Tzioumis (2006), que detetam evidência de que as empresas cotadas poderão sofrer de maiores problemas de agência (Jensen & Meckling (1976)) e de maiores pressões de curto prazo suscetíveis de afetar negativamente a sua rendibilidade global (Stein (1988)). A inexistência de diferenças significativas entre empresas com e sem acesso ao mercado de ações nesta vertente de desempenho empresarial poderá estar associado à relativamente estreita janela de análise temporal utilizada neste estudo

e à metodologia empregue que se centrou nos efeitos sobre as empresas que durante a janela de análise decidiram ser admitidas ao mercado de ações.

No tocante às variáveis de controle, os resultados da especificação (3) indicam a existência de uma relação estatisticamente significativa e negativa entre Rendibilidade e o fator Dimensão, e positiva para a Idade e Caixa. No caso desta última variável, esses resultados contradizem, todavia, as nossas expectativas de impacto sobre a rendibilidade. Os resultados da especificação (2) confirmam as principais conclusões alcançadas em (3).

2.4.5.2 Crescimento

Uma segunda vertente do desempenho empresarial, que este estudo também procura analisar, consiste no efeito de crescimento associado a empresas que tenham sido admitidas à cotação em bolsa. Para os efeitos deste estudo, o crescimento refere-se à taxa de incremento anual das receitas totais das empresas.

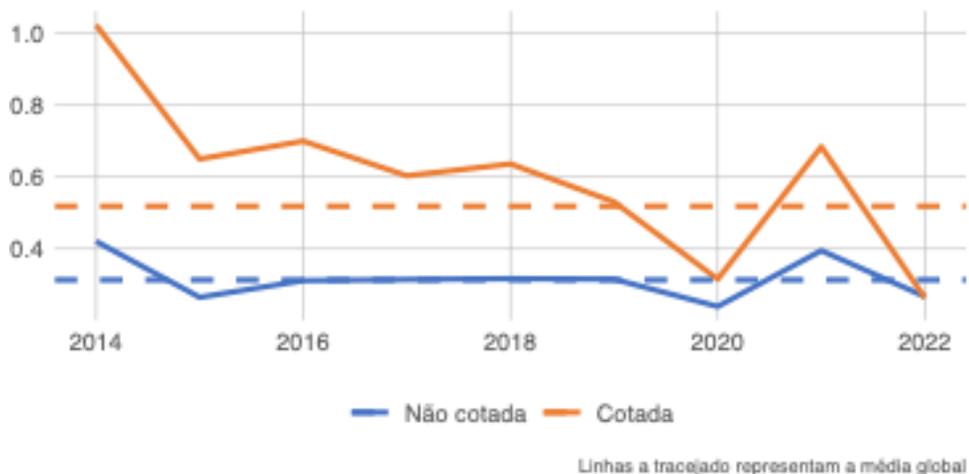
Considerando que as empresas cotadas possuirão um melhor acesso e diversificação de fontes de financiamento devido aos motivos anteriormente já indicados (melhor visibilidade, relato financeiro, adesão a melhores padrões de governo societário e diversificação da estrutura acionista), será plausível antecipar uma relação positiva com o crescimento. Adicionalmente, a Teoria da Agência sugere que devido a conflitos de interesse mais frequentes em empresas com capital mais disperso (Jensen & Meckling, 1976), as empresas cotadas poderão ser mais propensas a adotar estratégias de crescimento, independentemente dos seus efeitos em termos de criação de valor (Jensen, 1986).

A sub-hipótese de investigação aqui torna-se então a seguinte:

H5b: O crescimento das empresas que escolhem ser cotadas é superior ao das empresas não cotadas, tudo o mais constante

Numa primeira aproximação através de uma simples análise univariada, a Figura 0.16 evidencia as diferenças entre as taxas de crescimento médias anuais das empresas admitidas à cotação em relação às não-cotadas.

Figura 0.16 - Crescimento - evolução



A Figura 0.16 revela assim que as empresas que foram admitidas à cotação no período ostentam uma taxa de crescimento das suas receitas totais superior às não-cotadas, sendo essa diferença (0.519 versus 0.313) estatisticamente significativa a um nível de significância inferior a 1% (ver Tabela 0.2).

Para averiguar se a mesma conclusão se manterá num contexto de análise multivariada, foi efetuada uma análise recorrendo ao mesmo modelo usado na análise da Rendibilidade. Deste modo, assumiu-se o Crescimento como sendo a variável dependente e consideraram-se as seguintes variáveis de controle e respetivos sinais esperados:

- **Endividamento** (+ ou -) Rajan & Zingales (1995) encontram uma relação positiva entre o nível de endividamento e o crescimento das vendas em empresas de diferentes países, sugerindo que a dívida pode suportar o crescimento ao financiar novos projetos e expansões. Todavia, para empresas com restrições financeiras, o crescimento pode estar cerceado devido à existência de elevados níveis de endividamento (Fazzari et al., 1988), pelo que manteremos o sinal em aberto.
- **Investimento** (+) A observação de elevados níveis de investimento é geralmente entendida como um fator essencial para o crescimento de uma empresa (ver por ex. Romer, 1990).
- **Intangibilidade** (+): Corrado et al. (2009) destacam a importância dos ativos intangíveis para o crescimento económico. Os autores documentam que os investimentos em ativos intangíveis são fundamentais para a produtividade e o crescimento das empresas. Por outro lado, a existência de elevados níveis de *Goodwill* pode estar associada à ocorrência de processos de Fusão e Aquisição geradores de crescimento do volume de receitas de uma empresa. Deste modo, esperamos um impacto positivo desta variável sobre o crescimento.

- **Caixa (+)** Empresas com elevados níveis de Caixa poderão beneficiar de maior flexibilidade para financiar investimentos sem a necessidade de obter financiamento externo. Isso poderá ser especialmente importante para empresas com alto potencial de crescimento que poderão enfrentar restrições financeiras (Ahrends et al., 2018; Faulkender & Petersen, 2006).
- **Dimensão (-):** A literatura académica geralmente reporta uma relação negativa entre crescimento e a dimensão de uma empresa (ver, por ex. Dunne et al., 1989). Cabral (1995) explora a relação entre custos irrecuperáveis (*sunk costs*), tamanho da empresa e crescimento da empresa, desenvolvendo um modelo teórico que mostra como os custos irrecuperáveis influenciam as decisões de entrada e expansão das empresas no mercado. Espera-se deste modo, um impacto negativo da dimensão sobre o crescimento das empresas.
- **Idade (-) e Rendibilidade (-):** Segundo a teoria do ciclo de vida da empresa (Mueller, 1972), conforme as empresas envelhecem e se tornam mais rentáveis, a sua taxa de crescimento tende a diminuir. Isso ocorre porque as oportunidades de crescimento de alto retorno que estavam disponíveis durante os estágios iniciais da empresa são gradualmente esgotadas, e as empresas maduras tendem a enfrentar retornos decrescentes sobre novos investimentos.

Tabela 0.10 - Acesso ao Mercado de Ações - Crescimento

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.341*** (0.094)	-0.057 (0.083)	-0.039 (0.091)
Endividamento		0.122* (0.063)	-0.188 (0.256)
Rendibilidade		-3.445*** (0.141)	-4.194*** (0.945)
Investimento		0.350*** (0.068)	-0.055 (0.362)
Intangibilidade		-0.291* (0.166)	0.200 (0.749)
Caixa		-0.054 (0.077)	0.320 (0.580)
Dimensão		-0.208*** (0.030)	-0.306** (0.119)
log Idade		-0.217*** (0.042)	-0.105 (0.194)
Obs.	234652	174579	5954
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	35314	30953	2504
Tratadas cotadas	660	359	345

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados da aplicação deste modelo empírico estão espelhados na Tabela 0.10. Assim, pode-se extrair que não existe, em nenhuma das especificações (2) ou (3), nenhuma relação significativa (para os níveis habituais de significância estatística) entre a admissão à cotação em bolsa e o nível de crescimento das empresas, contrariando a conclusão inicialmente avançada pela análise univariada. Tal como no caso da análise efetuada na dimensão de rendibilidades, estes resultados poderão derivar da relativamente estreita janela temporal de análise e à metodologia empregue que se centrou nos efeitos sobre as empresas que durante a janela de análise acederam pela primeira vez ao mercado de ações.

Em termos das variáveis de controle, será de referir a observação de uma associação negativa, na especificação (3), e conforme ao esperado, entre a rendibilidade ou dimensão. e o crescimento.

Adicionalmente, no Modelo (2) observa-se ainda uma relação positiva desta última variável com o investimento e endividamento, igualmente de acordo com os sinais esperados, assim como o esperado impacto negativo da Idade no crescimento.

Em resumo, não se confirma a hipótese H5b, não se rejeitando assim a hipótese alternativa de inexistência de diferenças significativas de crescimento entre empresas que decidiram ser admitidas à cotação e empresas não-cotadas.

2.4.5.3 *Stress financeiro*

Uma derradeira dimensão de desempenho considerada neste estudo respeita à relação entre a admissão à cotação e a probabilidade de uma empresa ser considerada sob *stress financeiro*. Para este efeito, e não obstante existirem uma multiplicidade de métodos (ver Shome & Verma, 2024) para aferir situações de empresas sob *stress financeiro*, considerou-se de forma simplificada uma empresa como estando sob *stress financeiro*, quando regista um rácio de cobertura de juros (Resultados Operacionais / despesas com juros) inferior a 1 durante pelo menos 3 anos consecutivos assim como uma idade superior ou igual a 10 anos (dado ser natural que *startups* não tenham com frequência ainda suficiente rendibilidade para apresentar rácios de cobertura superiores a 1).

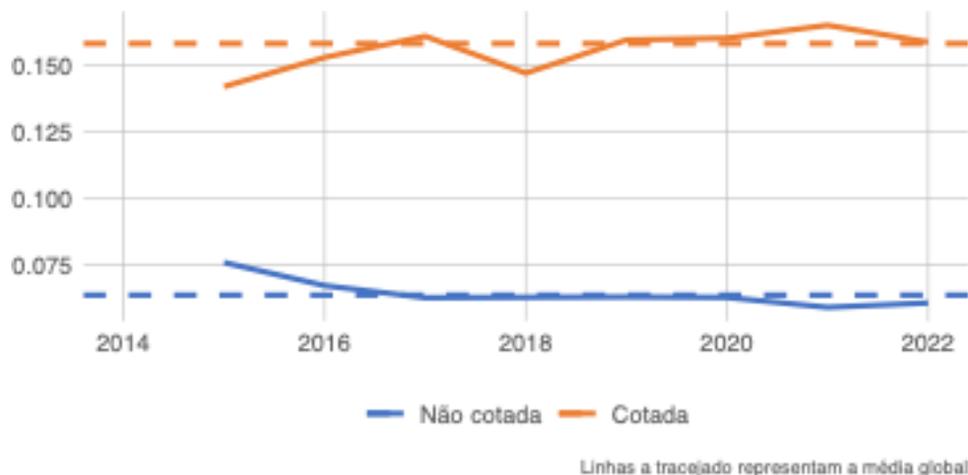
Por um lado, poder-se-á esperar que as empresas cotadas, tenham uma melhor qualidade do seu governo societário, maior pressão de acionistas externos, melhor reporte externo, maior visibilidade e acesso mais facilitado a fontes de financiamento diversificado. Em consequência, será de admitir que poderão ter um nível de desempenho superior às empresas não-cotadas nesta dimensão, sendo assim menos provável a ocorrência de situações de *stress financeiro*.

Não obstante, também poderá ser plausível o argumento contrário de que essas mesmas empresas poderão ter melhores capacidades de sobrevivência em contexto de *stress financeiro*, pelos mesmos motivos indicados (particularmente pelo melhor e mais diversificado acesso a fontes de financiamento). Ou seja, tais empresas poderão permanecer durante mais tempo do que as não-cotadas em situações de rácios de cobertura de juros inferiores a um. Deste modo, o sinal da relação esperada entre a probabilidade de uma empresa estar sob *stress financeiro* e a sua condição de admitida à cotação fica em aberto.

Nestes termos, a sub-hipótese que nos propomos estudar será:

H5c: A probabilidade de uma empresa estar sob stress financeiro é inferior/superior no caso das empresas que escolhem ser cotadas em relação às empresas não-cotadas, tudo o mais constante.

Figura 0.17 - Stress financeiro - evolução



Numa primeira abordagem, a Figura 0.17 apresenta a proporção de empresas em stress financeiro durante o período de análise. De acordo com a Figura 0.17 atrás apresentada, a probabilidade de uma empresa admitida à cotação estar em situação de *stress* financeiro é superior no caso das empresas cotadas do que nas não-cotadas (0.158 versus 0.064), sendo essa diferença estatisticamente significativa a um nível inferior a 1% (ver Tabela 0.2).

Para averiguar se a mesma conclusão se manterá num contexto de análise multivariada, considerou-se, dada a natureza da variável *dummy* em estudo, uma especificação assente num modelo de probabilidade linear (*linear probability model*). Este modelo possui, segundo Wooldridge (2010), diversas vantagens em relação a um modelo probit. Por um lado, os coeficientes de um modelo de probabilidade linear podem ser interpretados diretamente como mudanças na probabilidade do resultado ocorrer, tal como os efeitos de interações. Adicionalmente, e contrariamente a um modelo *probit*, embora a heterocedasticidade (variância não constante dos erros) possa ser um problema no modelo de probabilidade linear, esta pode ser tratada usando erros padrão robustos, tal como efetuado na nossa análise. Finalmente, não é possível estimar modelos *probit* com efeitos fixos.

As variáveis de controle tomadas para este efeito, e respetivos sinais esperados, são listadas de seguida:

- **Endividamento (+):** Empresas com altos níveis de endividamento enfrentam maior risco de stress financeiro. Diversos estudos mostram que a alavancagem financeira é uma determinante crítica para a saúde financeira das empresas (Altman, 1968; Opler & Titman, 1994), justificando a expectativa de observação

de um impacto positivo desta variável sobre a probabilidade de ocorrência de uma situação de stress financeiro.

- **Crescimento (-):** A desaceleração no crescimento das vendas pode levar a uma redução nos fluxos de caixa, aumentando o risco de stress financeiro, especialmente se as empresas não conseguirem ajustar os seus custos rapidamente (Beaver, 1966).
- **Investimento (+):** Investimentos elevados podem levar a um aumento de endividamento (Myers & Majluf, 1984) e redução na liquidez disponível das empresas, aumentando o risco de stress financeiro. Poderão ainda aumentar o nível de risco da empresa dada a incerteza inerente aos investimentos de risco (como sugerido por (Jiang et al., 2012)).
- **Intangibilidade (+):** Jones (2011) sugere a existência de uma relação entre o nível de capitalização de ativos intangíveis no Balanço de uma empresa e o risco de incumprimento de dívida. Rajan & Zingales (1995) observam que os ativos intangíveis específicos de cada empresa potenciam a transferência de riscos e possuem baixo valor de liquidação, aumentando o risco de stress financeiro. Deste modo, antecipamos um sinal positivo para a relação entre a probabilidade de stress financeiro e o valor de Ativos Intangíveis em relação aos Ativos Totais de uma empresa.
- **Dimensão (-) e Idade (-):** Empresas mais pequenas e mais novas possuem tipicamente um risco superior para as suas atividades operacionais, menores possibilidades de diversificação de atividades e menores níveis de acesso a financiamento externo (Altman (1968); Shumway (2001)). Consequentemente, esperamos uma relação negativa entre estas variáveis e a probabilidade de uma empresa se encontrar em stress financeiro.

Tabela 0.11 - Acesso ao Mercado de Ações - Stress financeiro

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.006 (0.012)	0.004 (0.012)	0.010 (0.012)
Endividamento		0.062*** (0.009)	0.101** (0.045)
Crescimento		-0.001*** (0.001)	-0.003 (0.004)
Investimento		-0.017** (0.007)	-0.002 (0.038)
Intangibilidade		-0.032 (0.022)	0.002 (0.079)
Dimensão		0.003 (0.005)	-0.065*** (0.021)
log Idade		0.043*** (0.004)	-0.019 (0.021)
Obs.	162817	145911	5097
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	29943	26917	2193
Tratadas cotadas	352	346	332

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Deverá ser salientado que, pela natureza da variável utilizada, e dada a incorporação de efeitos fixos ao nível da empresa, apenas são consideradas na análise as empresas cujo estado se tenha alterado durante o período (caso contrário haverá uma captura por efeitos fixos), o que leva a uma sensível redução do número de observações, aconselhando cautela na interpretação dos resultados obtidos.

A análise da Tabela 0.11 não confirma (com as limitações expressas no parágrafo anterior) os resultados preliminares univariados que tinham observado uma associação entre a condição de empresa admitida à cotação está associada e uma maior probabilidade de a empresa estar numa situação de stress financeiro.

Assim, não encontramos na nossa amostra evidência consistente com a tese de que empresas admitidas à cotação terão uma capacidade de sobrevivência por períodos mais prolongados a situações de stress financeiro do que empresas não-cotadas.

Adicionalmente, os resultados do Modelo (3) para as variáveis de controle confirmam as expectativas no caso do nível de Endividamento (sinal positivo) e Dimensão (negativo). No caso do Modelo (2) volta a confirmar-se a irrelevância estatística da variável Cotada, e para além das variáveis de controle já identificadas como tendo impacto significativo, observa-se ainda relevância estatística para as variáveis de Investimento e Idade, que apresentam, respetivamente, um sinal negativo e positivo, mas contrário ao esperado.

Em suma, os dados não permitem aceitar a Hipótese H5c de que empresas que optam por ser admitidas à cotação estarão associadas a maiores probabilidades de manutenção de situações de *stress* financeiro (rácios de cobertura inferior a 1 durante pelo menos 3 anos consecutivos).

2.4.6 Fiscalidade empresarial

Embora empresas cotadas e não-cotadas em Bolsa geralmente enfrentem o mesmo regime tributário, há estudos que mostram que as empresas não-cotadas não são tão limitadas pela contabilidade financeira ao tentar reduzir as suas cargas tributárias. Essas empresas são assim vistas como mais propensas a aceitar reduções no lucro contabilístico para diminuir os seus pagamentos de impostos em comparação com empresas cotadas (ver por exemplo, Ball & Shivakumar, 2005; Garrod et al., 2008; Klassen, 1997; Kosi & Valentincic, 2013; Peek et al., 2010; Van Tendeloo & Vanstraelen, 2008).

Como observado por Ball & Shivakumar (2005), as empresas não-cotadas são menos propensas a usar demonstrações financeiras públicas em contratos com credores, gestores e outras partes e em transações primárias e secundárias de ações. Consequentemente, esses autores observam que a contabilidade financeira nessas empresas é mais propensa a ser influenciada por políticas de impostos, dividendos e outras.

Essas diferenças sugerem uma procura por contabilidade financeira de menor qualidade por parte de empresas não-cotadas. Segundo Ball & Shivakumar (2005), essa menor qualidade dos lucros reportados por empresas não-cotadas é um resultado ótimo no mercado de relatórios financeiros.

Uma ilação possível é a expectativa de que empresas cotadas possivelmente paguem impostos sobre lucros relativamente mais altos em comparação com empresas não-cotadas similares. Tal pode ser alcançado por meio de (i) menor uso de práticas de gestão de resultados típicas de empresas não-cotadas visando reduzir o lucro antes dos impostos, resultando em níveis mais altos de lucro, mas taxas de impostos implícitas semelhantes, ou (ii) tirando uma menor vantagem de mecanismos de abrigo fiscal, resultando numa maior taxa de imposto implícita. Um menor recurso a essas práticas traduzir-se-ia assim de um modo geral no

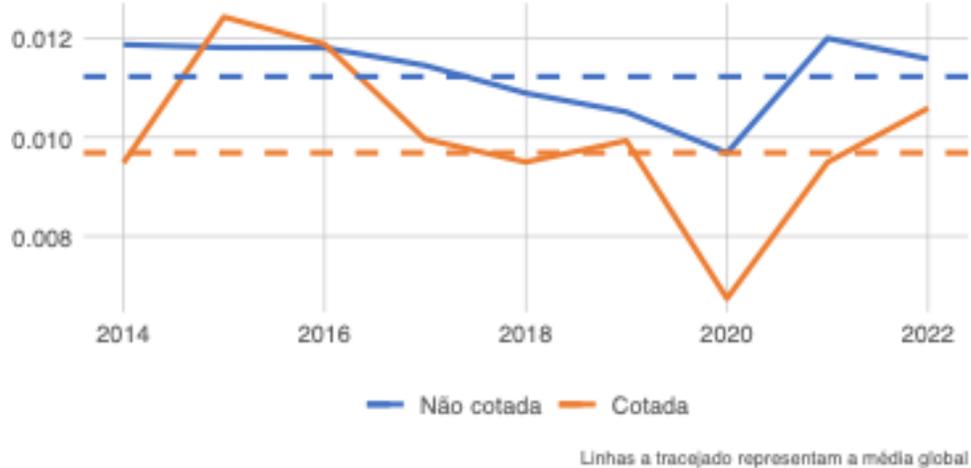
alcance de maiores níveis de impostos pagos em relação aos Ativos Totais de uma empresa, ou seja, um maior esforço fiscal.

No entanto, existem outras visões sobre o impacto da cotação em bolsa sobre o esforço fiscal. As empresas cotadas possuem frequentemente maiores recursos e incentivos para se envolverem em estratégias mais sofisticadas de planejamento fiscal agressivo com vista a reduzir as suas obrigações fiscais. Adicionalmente, a pressão para satisfazer as expectativas dos acionistas, a existência de sistemas de incentivo mais agressivos em empresa cotadas e a pressão de investidores externos ou das previsões dos analistas financeiros pode levar as empresas cotadas a serem mais agressivas na sua estratégia de gestão da fiscalidade (Graham et al., 2011; Minnick & Noga, 2010). Por outro lado, Chen et al. (2010) obtêm resultados consistentes com a ideia de que empresas familiares poderão ter uma maior preocupação com as penalidades e os efeitos reputacionais associados a situações de deteção de estratégias fiscais mais agressivas. Adicionalmente, essas mesmas empresas podem ter estratégias de planejamento fiscal menos complexas devido às suas estruturas de propriedade mais simples que suscitam uma menor pressão de certos acionistas externos, como será o caso em particular de investidores institucionais com horizontes de curto prazo (Tijjani & Peter, 2020).

Deste modo, poder-se-á concluir que a literatura apresenta expectativas contraditórias relativamente ao impacto do estatuto de empresa cotada sobre a fiscalidade empresarial. Em consequência, a hipótese de investigação a ser prosseguida neste estudo manterá um sinal indefinido quanto à relação esperada entre a admissão à cotação em bolsa e a nossa medida de esforço fiscal:

H6: As empresas que escolhem ser cotadas têm, tudo o mais constante, um esforço fiscal significativamente diferente, sendo, todavia, indefinida a expectativa relativa o sinal dessa relação.

Figura 0.18 - Impostos - evolução



Em termos de estatísticas univariadas, a Figura 0.18 mostra a evolução relativa, no período da amostra, da variável esforço fiscal para empresas cotadas e não-cotadas. Pode observar-se que as diferenças no nível da variável de esforço fiscal são relativamente pequenas em termos económicos (valor de 0.010 para as cotadas e 0.011 para as não cotadas) embora estatisticamente significativas (ver Tabela 0.2). É de notar também o comportamento bastante volátil desta variável no período para ambos os grupos de empresas, facto a que não será alheia a crise pandémica do Covid-19. Esta análise, todavia, é limitada por não considerar nenhuma das variáveis de controle acima referidas.

Considerando então como variável dependente o esforço fiscal, medido como o rácio de Impostos sobre Lucros / Total de Ativos, utilizou-se para uma análise multivariada o modelo geral descrito anteriormente na Secção 2.4.1, considerando de novo, como variável explicativa de interesse, a *dummy* Cotada assim como as seguintes variáveis de controle e respetivos sinais esperados:

- **Endividamento (-):** empresas com maior nível relativo de endividamento tenderão a reduzir a sua carga fiscal relativa, dada a dedutibilidade fiscal dos juros pagos. Coerentemente com esse efeito esperado, Plesko (2003) e Richardson & Lanis (2007), entre outros, documentam uma relação negativa entre o esforço fiscal e o nível de alavancagem financeira.
- **Rendibilidade (+):** Empresas com maior rendibilidade antes de impostos tenderão a registar um maior nível de impostos pagos por unidade de ativo; todavia, em contexto de análise de robustez, e quando o esforço fiscal é medido através da taxa efetiva de imposto (impostos/resultados antes de imposto), alguma evidência empírica sugere que empresas com maior rendibilidade pré-fiscal poderão ter um maior incentivo ou recursos ao seu dispor para reduzir a taxa efetiva de imposto Rego (2003).

- **Intangibilidade (+):** Empresas com maiores níveis relativos de ativos tangíveis depreciáveis em relação aos seus ativos tenderão a possuir maior capacidade de beneficiar de abrigos fiscais associados à dedutibilidade fiscal das amortizações e depreciações de ativos tangíveis. Poderão ainda aceder a maiores possibilidades de planeamento fiscal através da localização estratégica de ativos tangíveis (Gupta & Newberry, 1997; Hope et al., 2013; Robinson et al., 2010). Assim, é de esperar que empresas com maior tangibilidade dos seus ativos tendam a registar menores níveis de fiscalidade em relação aos seus ativos. Este efeito é controlado implicitamente na análise empírica deste estudo pela variável Ativos Intangíveis / Ativo Total, negativamente correlacionada com a tangibilidade, donde resulta a expectativa de uma relação positiva.
- **Intensidade de Inventários (-):** Empresas com maior intensidade de inventários no desenvolvimento das suas atividades poderão ter menores oportunidades de planeamento fiscal do que empresas com alta intensidade de capital (Gupta & Newberry, 1997; Stickney & McGee, 1982).
- **Dimensão (+ ou -):** Belz et al. (2019) sugerem que o tamanho da empresa influencia o nível de esforço fiscal devido a duas teorias opostas: a teoria do custo político (que antecipa uma relação positiva tamanho-esforço fiscal) e a teoria do poder político (que prevê uma relação negativa entre a dimensão e o esforço fiscal). Se bem que os resultados empíricos de Belz et al. (2019) apoiem um impacto positivo do tamanho da empresa sobre o seu esforço fiscal, outros estudos, como por ex. Zimmerman (1983), documentam uma relação negativa com o nível de fiscalidade. O sinal esperado é deste modo é indeterminado.
- **Crescimento (+ ou -):** A literatura académica tem evidenciado resultados mistos quanto ao possível impacto do crescimento sobre o esforço fiscal das empresas. Assim, enquanto que Hanlon & Heitzman (2010) ou Kawano & Slemrod (2016) reportam um efeito positivo, outros documentam uma relação negativa (ex. Desai et al., 2006; Rego, 2003; Zimmerman, 1983) ou apresentam evidência mista (ex. Buettner et al., 2012; Egger et al., 2010). A expectativa é a de um impacto indeterminado sobre a fiscalidade empresarial.
- **Investimento (+ ou -):** Dharmapala & Riedel (2013) sugerem que empresas que experimentam choques de investimento têm uma menor tendência a gerirem ativamente os seus resultados contabilísticos, sugerindo que tais choques poderão reduzir um planeamento fiscal mais agressivo. Um dos motivos para isso, tal como apontado por Hanlon et al. (2005), associa-se à ideia de que empresas com maiores níveis de investimento terão uma menor inclinação a se envolverem em práticas de gestão fiscal agressiva em virtude de uma maior visibilidade e escrutínio por parte de autoridades fiscais. Em sentido contrário, poder-se-á

esperar também que empresas com elevados níveis de investimento poderão aceder a maiores abrigos fiscais tanto por um aumento das depreciações dedutíveis, como por obtenção de eventuais benefícios fiscais ao investimento (Lu et al., 2023). A expectativa é a de um impacto indeterminado sobre o nível de esforço fiscal.

- **Prejuízos (-):** a presença na nossa amostra de empresas com prejuízos fiscais pode potenciar uma distorção dos resultados empíricos relativos à associação entre cotação em bolsa e esforço fiscal dado não ser suposto que em condições normais empresas com prejuízos tenham valores significativos de impostos pagos, independentemente do seu estatuto de cotadas ou não. Tal pode introduzir um problema de dados truncados na nossa amostra (Henry & Sansing, 2018). Antecipa-se um impacto negativo desta variável de controle sobre o nível de esforço fiscal.

Tabela 0.12 - Acesso ao Mercado de Ações - Impostos

	(1)	(2)	(3)
Cotada	-0.002** (0.001)	-0.001 (0.001)	-0.003*** (0.001)
Endividamento		0.000 (0.000)	-0.003 (0.002)
Rendibilidade		0.047*** (0.002)	0.042*** (0.009)
Intangibilidade		-0.001 (0.001)	-0.002 (0.005)
Int. Inventários		0.002*** (0.001)	0.004 (0.008)
Dimensão		-0.003*** (0.000)	0.000 (0.001)
Crescimento		0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
Investimento		-0.003*** (0.000)	-0.005** (0.002)
Prejuízo		-0.007*** (0.000)	-0.008*** (0.001)
Obs.	251181	163610	5782
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa
Amostra emparelhada			X
Nº empresas	38407	29527	2446
Tratadas cotadas	653	353	338

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Da aplicação do modelo empírico descrito anteriormente para a análise multivariada, foram observados no Modelo (3) os resultados patentes na Tabela 0.12. As principais conclusões que podem ser extraídas da análise dessa tabela são que a evidência obtida é consistente com a existência de um impacto estatisticamente significativo (com nível de significância inferior a 1%) e negativo da decisão de obtenção de uma cotação em bolsa sobre o nível do esforço fiscal. Deste modo, os resultados confirmam a Hipótese H6 na vertente da possibilidade de um impacto negativo. Em termos económicos, os resultados sugerem que a admissão à cotação teria, tudo o mais constante, uma redução de 0.3 pontos percentuais no rácio de

Impostos sobre Lucros/ Ativo Total. Sendo o valor médio desse quociente de 1.1% na amostra global de empresas não-cotadas, poder-se-á afirmar que se trata de um impacto com algum relevante significado económico. Esse resultado sugere que empresas cotadas terão uma maior pressão por parte de investidores para uma maior otimização fiscal que se sobrepõe a potenciais efeitos reputacionais associados a uma redução do esforço fiscal aparente ou ao efeito de melhor qualidade e supervisão de relato financeiro.

Relativamente às variáveis de controle, o modelo estimado revela de um modo geral um comportamento consistente com os sinais esperados, sendo de destacar em especial um impacto (i) positivo para a rentabilidade, (ii) positivo para a Intensidade de Inventários (apenas no modelo (2)), (iii) negativo para o investimento, (iv) negativo para a Dimensão da empresa (somente no modelo (2)) e (v) negativo para a presença de prejuízos.

Em resumo, da análise efetuada poder-se-á concluir que a admissão à cotação de uma empresa se traduz numa redução do seu esforço fiscal (medido pelo rácio entre Impostos sobre Lucros e Total dos Ativos).

2.4.7 Resumo

Tabela 0.13 - Acesso ao Mercado de Ações - Resumo dos resultados

<i>(a) Painel A</i>				
	Endiv.	Endiv. CP/LP	Custo cap.	Caixa
Cotada	-0.062***	-0.028*	-0.007**	0.010
	(0.011)	(0.015)	(0.003)	(0.006)
Obs.	5904	5267	4311	5220

<i>(b) Painel B</i>					
	Invest.	Rend.	Cresc.	Stress fin.	Imp.
Cotada	0.013*	-0.005	-0.039	0.010	-0.003***
	(0.008)	(0.003)	(0.091)	(0.012)	(0.001)
Obs.	5834	5996	5954	5097	5782

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

A Tabela 0.13 resume os principais resultados descritos nas secções anteriores, obtidos para o Modelo (3). Nestas tabelas, por razões de parcimónia, omitiram-se os parâmetros e estatísticas relativos às variáveis de controle.

Assim, muito sumariamente podemos afirmar que a análise efetuada permitiu um conjunto de ilações relevantes (mas sem a pretensão de estabelecimento de uma relação necessariamente de causalidade) sobre a associação entre a escolha de admissão à cotação em bolsa e um conjunto alargado de dimensões corporativas. Concretamente, a evidência suporta a ideia de existência de uma diferença significativa entre empresas que se admitiram à cotação e as congéneres não-cotadas em termos de:

- **Endividamento** (remunerado): As empresas admitidas à cotação têm em média menores níveis de endividamento em relação ao seu Ativo Total. O valor estimado para essa diferença é de -6.2 pontos percentuais. Esse resultado sugere que as empresas cotadas possuem melhor capacidade de se financiar por capitais próprios, presumivelmente devido ao acesso mais facilitado a fontes de financiamento e os efeitos de um melhor reporte financeiro e adesão a padrões superiores de governo societário.
- **Estrutura temporal de Endividamento:** As empresas que foram cotadas em bolsa no período possuem uma percentagem de endividamento de curto prazo relativamente ao Endividamento total inferior ao das empresas não-cotadas. O valor quantificado para essa diferença ascende a -2.8 pontos percentuais. Tal indicia, juntamente com o resultado anterior, que as empresas admitidas à cotação possuem melhor capacidade de se financiar com capitais permanentes, sejam eles ao nível de capital próprio, como, neste caso, também em termos de capital alheio. Isso poderá permitir uma maior resiliência de tais empresas a choques económicos externos bem como potenciar a sua capacidade de crescimento e investimento.
- **Custo do capital:** Os resultados obtidos são consistentes com a hipótese de que as empresas admitidas à cotação obtêm um custo de dívida que, tudo o mais constante, será inferior ao das empresas não-cotadas. As estimativas reportam que essa diferença ascende a cerca de 0.7 pontos percentuais, consistente com a ideia de que empresas cotadas possuem melhor reporte financeiro, melhor qualidade de governo societário e/ou melhor monitorização, levando ao reconhecimento de um nível de risco de crédito inferior por parte dos detentores de dívida.
- **Flexibilidade Financeira:** As estimativas obtidas não permitem confirmar a hipótese de que as empresas admitidas à cotação possuam maiores ou menores níveis relativos de disponibilidades de caixa do que as suas congéneres não-cotadas.
- **Investimento:** Os dados estão de acordo com a hipótese de que as empresas admitidas à cotação possuem níveis superiores de investimento. Os valores estimados sugerem assim que a circunstância de uma empresa ser admitida à cotação está associada a um aumento do seu rácio de Investimento / Ativos totais em 1.3 pontos percentuais.

- **Rendibilidade:** Os dados não revelam que a admissão à cotação tenha uma relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) com a rendibilidade das empresas.
- **Crescimento:** Os resultados também não permitem concluir que haja uma diferença significativa entre os níveis de crescimento das empresas admitidas à cotação e as suas congéneres não-cotadas.
- **Stress financeiro:** Tal como nas demais medidas de desempenho empresarial (rendibilidade e crescimento), a análise efetuada não encontra evidência de que empresas admitidas à cotação estarão associadas a maiores ou menores probabilidades de manutenção de situações de *stress* financeiro (rácios de cobertura inferior a 1 durante pelo menos 3 anos consecutivos).
- **Fiscalidade:** A evidência recolhida é consistente com a hipótese de que a decisão de admissão à cotação em bolsa de uma empresa está associada a uma diminuição estatística e economicamente significativa do nível da sua fiscalidade, medida pelo peso relativo dos Impostos sobre lucros relativamente aos Ativos Totais, e quantificada em cerca de 0.3 pontos percentuais.

2.4.8 Análise de robustez

Tabela 0.14 - Análise de robustez - definição das variáveis

Variável	Fórmula
Caixa 2	Cash and cash equivalent (CASH) / (Total assets (Balance sheet) (TOAS) - Cash and cash equivalent (CASH))
Crescimento 2	(Sales (TURN) _t / Sales (TURN) _{t-1}) - 1
Custo da dívida 2	Financial expenses (FIEX) / [(Long term debt (LTDB) _t + Loans & short-term debt (LOAN) _t + (Long term debt (LTDB) _{t-1} + Loans & short-term debt (LOAN) _{t-1})/2]. Excluir se < 0 ou > 0.25
Endividamento 2	(Long term debt (LTDB) + Loans & short-term debt (LOAN) / Total assets (TOAS)
Endividamento 3	Long term debt (LTDB) / Total assets (TOAS)
Endividamento CP/LP 2	Loans & short-term debt (LOAN) / (Loans & short-term debt (LOAN) + Non-current liabilities (NCLI))
Fluxo de caixa 2	EBITDA (EBTA) / Total assets (TOAS)
Impostos 2	Income Tax Expenses (benefit) (TAXA) / Profit (loss) before tax (PBT)
Investimento 2	(Tangible fixed assets (TFAS) _t + Tangible fixed assets (TFAS) _{t-1} + Depreciation & Amortization (DEPR)) / Total assets (TOAS)
Rendibilidade 2	Operating revenue (Turnover) (OPRE) / Total assets (TOAS) _{t-1}

Para avaliar a robustez dos resultados foram utilizadas definições alternativas para algumas das variáveis em todas os modelos anteriores, conforme Tabela 0.14. Estas definições alternativas não alteram no essencial os resultados e conclusões anteriores, excetuando, naturalmente, alterações do valor de algum dos coeficientes das variáveis relevantes (mas não do sinal do efeito ou da magnitude relativa do seu impacto).¹

Adicionalmente, uma definição da amostra que retira todas as empresas da secção K NACE, isto é, todas as empresas financeiras, a exclusão das variáveis com menor cobertura (Crescimento e Taxa de Cobertura do Juros) e o truncamento bilateral dos valores das variáveis contabilísticas a 2% (em vez de 1%) não alteram também os resultados da nossa análise.

¹ Todos os resultados desta secção estão disponíveis por pedido aos autores.

2.5 Dinamismo do Mercado de Capitais

Aprofundando a análise anterior, nesta secção procurou-se verificar se os resultados obtidos para a amostra alargada de empresas pertencentes aos 27 países da União Europeia, EFTA e Reino Unido, serão diferentes consoante o nível de desenvolvimento do mercado de capitais.

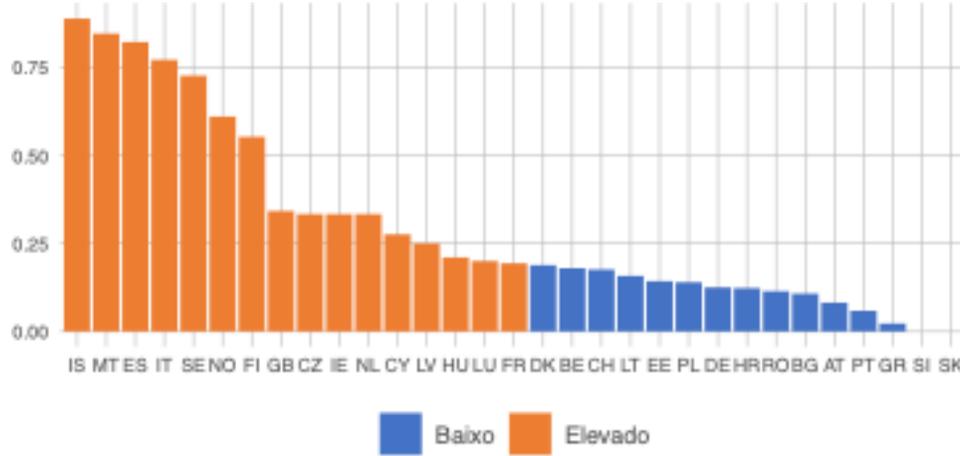
Existem diversos indicadores que podemos associar ao desenvolvimento do mercado de capitais, nomeadamente os do Banco Mundial (por ex. capitalização bolsista) ou do Fundo Monetário Internacional (por ex. o *Financial Markets index*, FMI).

Os dados do Banco Mundial têm uma cobertura incompleta para os países da nossa amostra, enquanto que o FMI é mais elevado para as maiores economias, o que resulta, mesmo que se faça uma separação de grupos pelo primeiro quartil, numa grande assimetria do número de observações entre os dois grupos. Por outro lado, a possibilidade de um país aceder ao grupo de topo é bastante reduzida, o que limita o alcance das conclusões que se podem retirar do efeito do desenvolvimento do mercado.

Assim, prefere-se adotar um indicador de Dinamismo dos Mercados de Capitais (DMC), que permite um maior equilíbrio de observações entre grupos e que seja possível um país aceder ao grupo de DMC mais elevado.² Para esse efeito seguiu-se um critério de aferição do grau de DMC baseado no número de Ofertas Públicas Iniciais de Venda de ações (OPIs) no mercado doméstico no período relativamente ao número de empresas cotadas nesse mesmo mercado doméstico no início do período da nossa amostra. Esses valores foram calculados para todas as empresas, incluindo aquelas que não são *Ultimate Owners*. Seguidamente dividiram-se os mercados em duas classes (dinamismo *Baixo* e *Elevado*) em função da mediana dos valores obtidos, conforme se pode apreciar na Figura 0.19. É de realçar a posição relativa de Portugal, que se insere no Grupo de *Baixo* dinamismo, e se coloca na quarta posição mais baixa segundo este critério.

² Todos os resultados desta secção estão disponíveis por pedido aos autores.

Figura 0.19 - Dinamismo do Mercado de Capitais



As secções seguintes apresentam os resultados das análises anteriores separando agora a amostra entre empresas pertencentes a Mercados de Capitais de *Baixo* (Grupo 1) ou *Elevado* (Grupo 2) Dinamismo.

Por razões de economia de espaço, apresentam-se apenas os parâmetros estimados para a variável *dummy* Cotada, embora o modelo estimado tenha contemplado, para além de todos os efeitos fixos definidos, as variáveis de controle referidas nas secções anteriores para cada dimensão em estudo.³

2.5.1 Estrutura de capitais

2.5.1.1 Endividamento

A Tabela 0.15 mostra os resultados da aplicação do Modelo geral de análise multivariada quando a dimensão em estudo é o rácio de Endividamento / Ativos Totais, para todos os países e ainda separadamente para as empresas de países pertencentes aos grupos de *Baixo* e *Elevado* DMC.

³ Os resultados detalhados, incluindo as variáveis de controlo, são apresentados no Apêndice *I.II*.

Tabela 0.15 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Endividamento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.044** (0.021)	-0.047** (0.021)	-0.065*** (0.013)
Cotada * DMC Elevado	-0.021 (0.023)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5904	1249	4655
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

A tabela mostra que a associação negativa entre o rácio de endividamento e o estatuto de empresa que se decidiu ser admitida à cotação se verifica tanto para o grupo de empresas pertencentes à categoria de *Elevado* DMC como para o grupo de *Baixo* DMC, sendo em ambos os casos estatisticamente diferente de zero (com nível de significância inferior a 1% ou 5%, respetivamente). Adicionalmente, os resultados sugerem que esse impacto é de -6.5 pontos percentuais no caso das empresas admitidas à cotação no grupo de Elevado DMC, mais expressivo do que os -4.7 pontos percentuais registados no grupo de Baixo DMC. No entanto, essa diferença de impacto entre os dois grupos (Cotada * DMC Elevado) não é estatisticamente significativa quando estimada com todos os países (modelo *Todos*).

2.5.1.2 Endividamento CP/LP

A Tabela 0.16 mostra, de forma análoga à apresentada na secção anterior, as estimativas sobre a relação entre a estrutura de endividamento e o estatuto de empresa admitida a cotação para cada um dos grupos de nível de DMC, *Baixo* e *Alto*.

Tabela 0.16 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Endividamento CP/LP

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.090** (0.035)	-0.091** (0.038)	-0.018 (0.016)
Cotada * DMC Elevado	0.072* (0.038)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5267	1131	4136
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Da análise da tabela pode extrair-se que apenas nas empresas cotadas em Mercados de Capitais de Dinamismo *Baixo* se verifica, com significância estatística, a associação negativa com a proporção de endividamento de curto prazo.

A estimativa feita para esse mercado aponta assim para que as empresas aí cotadas tenham um nível de endividamento de curto prazo inferior em 9.1 pontos percentuais ao de empresas não-cotadas, tudo o mais constante, não se rejeitando a hipótese de nenhum efeito nas empresas em países de Elevado DMC. A diferença entre a estrutura de endividamento das empresas que se tornaram cotadas no grupo de DMC alto (Cotada * DMC Elevado) em relação ao grupo de DMC baixo é positiva (7.2 pontos percentuais) e estatisticamente significativa.

2.5.1.3 Custo da Dívida

Tabela 0.17 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Custo da Dívida

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.001 (0.007)	0.001 (0.007)	-0.009*** (0.003)
Cotada * DMC Elevado	-0.007 (0.007)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	4311	869	3442
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Em relação à associação entre o custo do endividamento e a admissão à cotação para empresas presentes em países com distintos níveis de DMC, a Tabela 0.17 sintetiza os resultados obtidos.

Pode verificar-se que o efeito de redução do custo da dívida associado a uma admissão à cotação no período em análise é significativo no caso dos países com Elevado DMC (impacto de -0.9 pontos percentuais no custo da dívida) mas não diferente de zero para os países de Baixo DMC.

Quando o modelo é estimado com todos países dos dois grupos de DMC em conjunto não se encontram efeitos estatisticamente significativos.

2.5.2 Flexibilidade financeira

A análise conduzida quanto aos níveis de Caixa / Ativos Totais e a sua relação com as empresas admitidas à cotação em países com níveis distintos de Dinamismo do Mercado de Capitais encontra-se na Tabela 0.18.

Tabela 0.18 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Nível de Caixa

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.018 (0.017)	0.023 (0.017)	0.007 (0.007)
Cotada * DMC Elevado	-0.010 (0.018)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5220	1163	4057
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados da tabela confirmam que a inexistência de uma associação estatisticamente significativa entre a admissão à cotação e os níveis de Caixa, documentada para a amostra global na Secção 2.4.3, também não se alteram quando a amostra é subdividida por categorias de níveis de Dinamismo de Mercado de Capitais.

2.5.3 Investimento

No que concerne às diferenças entre os níveis de investimento de empresas cotadas e não-cotadas, a Tabela 0.19 mostra as diferenças de resultados consoante o nível de DMC.

Os resultados da tabela mostram que apenas para o Grupo de Baixo DMC se verifica uma relação positiva e significativa entre a decisão de admissão à cotação e o nível de Investimento (+6.6 pontos percentuais no rácio de Investimento / Ativos Totais). Esse valor é economicamente bastante relevante já que a média amostral para o indicador Investimento / Ativos Totais é de 3.8% (ver Tabela 0.1).

A diferença desse efeito (Cotada * DMC Elevado) entre grupos de países com diferentes níveis de DMC é estatisticamente significativa, sendo nulo o efeito no caso dos países de DMC Elevado.

Tabela 0.19 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Investimento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.068*** (0.018)	0.066*** (0.018)	0.006 (0.009)
Cotada * DMC Elevado	-0.063*** (0.020)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5834	1240	4594
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.5.4 Desempenho

2.5.4.1 Rendibilidade

A Tabela 0.20 mostra por sua vez a análise da relação entre a admissão à cotação e a Rendibilidade para os diferentes níveis de DMC já referidos.

Tabela 0.20 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Rendibilidade

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.013*	0.011	-0.008**
	(0.007)	(0.007)	(0.003)
Cotada * DMC Elevado	-0.020**		
	(0.008)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5996	1275	4721
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados estão apenas parcialmente de acordo com as conclusões expressas na Secção 2.4.5.1. Ou seja, a separação por grupos de DMC altera neste caso a inferência anterior de inexistência de evidência empírica, detetando-se agora diferenças significativas (a um nível inferior a 5%) entre a rendibilidade de empresas admitidas à cotação e a de não cotadas no caso do grupo de *Elevado* DMC (cerca de -0.8 pontos percentuais).

Quando consideradas todas as observações (modelo *Todos*), verifica-se que em países de DMC *Baixo* as empresas cotadas apresentam uma rendibilidade superior (em 1.3 pontos percentuais) e que esse efeito nos países de DMC *Elevado* passa a ser negativo.

2.5.4.2 Crescimento

Em relação à segunda dimensão de desempenho, a Tabela 0.21 apresenta os resultados sobre a associação entre a admissão à cotação e o nível de Crescimento para os dois grupos de DMC.

Tabela 0.21 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Crescimento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.131 (0.358)	-0.148 (0.352)	-0.027 (0.090)
Cotada * DMC Elevado	0.099 (0.367)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5954	1259	4695
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Assim, e tal como concluído anteriormente para a Rendibilidade na Secção 2.4.5.1 e Secção 2.5.4.1 e para o Crescimento na Secção 2.4.5.2, novamente os resultados não confirmam a existência empírica de uma relação significativamente diferente de zero entre a admissão à cotação e o crescimento das empresas, seja qual for o grupo a que a empresa esteja associada (*Baixo* ou *Elevado* nível de DMC).

A diferença desse efeito entre grupos de países com diferentes níveis de DMC não é estatisticamente significativa.

2.5.4.3 *Stress financeiro*

A Tabela 0.22 mostra de novo a análise efetuada na Secção 2.4.5.3 mas agora decompondo a amostra global por grupos de DMC (*Baixo* e *Elevado*).

Tabela 0.22 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Stress financeiro

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.035 (0.043)	0.038 (0.045)	0.004 (0.012)
Cotada * DMC Elevado	-0.029 (0.045)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5097	1011	4086
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Os resultados evidenciam uma vez mais, e confirmando agora também as conclusões obtidas na Secção 2.4.5.3, que não existe nenhuma associação estatisticamente significativa entre a probabilidade de uma empresa entrar em situação de *stress* financeiro e sua condição de admitida à cotação, seja para o grupo de *Baixo* ou *Elevado* nível de DMC.

A diferença desse efeito entre grupos de países com diferentes níveis de DMC não é, considerando o modelo *Todos*, estatisticamente significativa.

2.5.5 Fiscalidade empresarial

Uma derradeira análise do efeito da separação por grupos de Dinamismo de Mercado de Capitais é efetuada na Tabela 0.23 para a associação entre a admissão à cotação e o nível da fiscalidade sobre os lucros corporativos.

Assim, a evidência reportada na Tabela 0.23 confirma parcialmente os resultados anteriormente apresentados na Secção 2.4.6. Verifica-se uma relação negativa entre o nível de fiscalidade e o acesso ao mercado de ações no grupo de *Elevado* DMC. No entanto, a diferença desse efeito entre grupos de países com diferentes níveis de DMC não é estatisticamente significativa (coeficiente Cotada * DMC elevado).

Tabela 0.23 - Dinamismo do Mercado de Capitais - Impostos

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.003 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.003*** (0.001)
Cotada * DMC Elevado	0.000 (0.003)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5782	1226	4556
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.6 Acesso ao Mercado de Obrigações

Uma segunda vertente em estudo quanto aos efeitos de um acesso ao Mercado de Capitais sobre as empresas respeita ao segmento do mercado obrigacionista.

Nesta secção iremos começar por apresentar um conjunto de estatísticas descritivas, seguido de uma análise multivariada quanto à associação entre o acesso a este mercado e as várias dimensões já estudadas na Secção 2.4 (endividamento, flexibilidade financeira, investimento, desempenho e fiscalidade).⁴

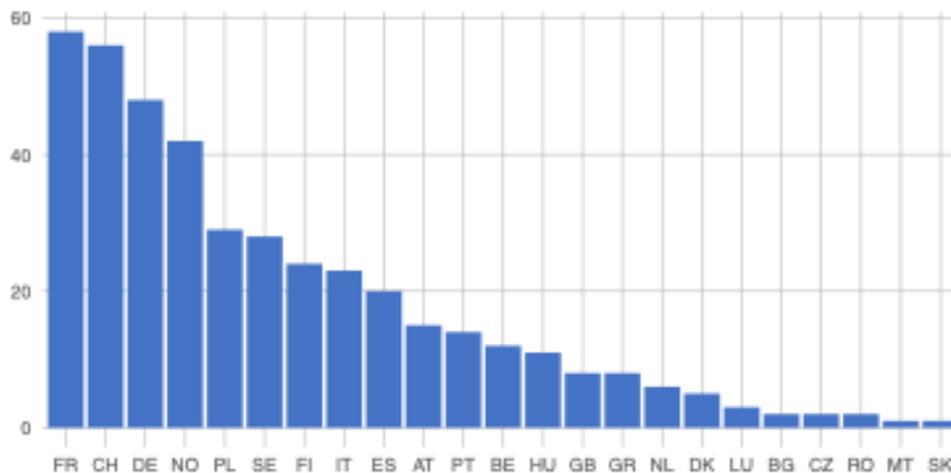
2.6.1 Empresas com obrigações

A Figura 0.20 apresenta, por país, a distribuição do número de empresas com obrigações emitidas na nossa amostra, sendo de notar o número reduzido de observações, que limitará naturalmente o alcance das conclusões que poderão ser obtidas na análise multivariada, dando-lhe primordialmente um cunho de análise exploratória. O reduzido número de observações resulta nomeadamente de a maioria das obrigações

⁴ Tal como anteriormente, a amostra emparelhada foi construída, seleccionando para cada empresa que acedeu ao mercado de obrigações durante o período da amostra, uma empresa do mesmo país e indústria com a dimensão mais próxima sem acesso ao mercado de capitais em qualquer uma das vertentes analisadas neste estudo: ações, obrigações ou capital de risco.

serem emitidas por empresas do sector financeiro e por se considerar na amostra apenas as empresas que são *Global Ultimate Owners*.

Figura 0.20 - Empresas com obrigações por país



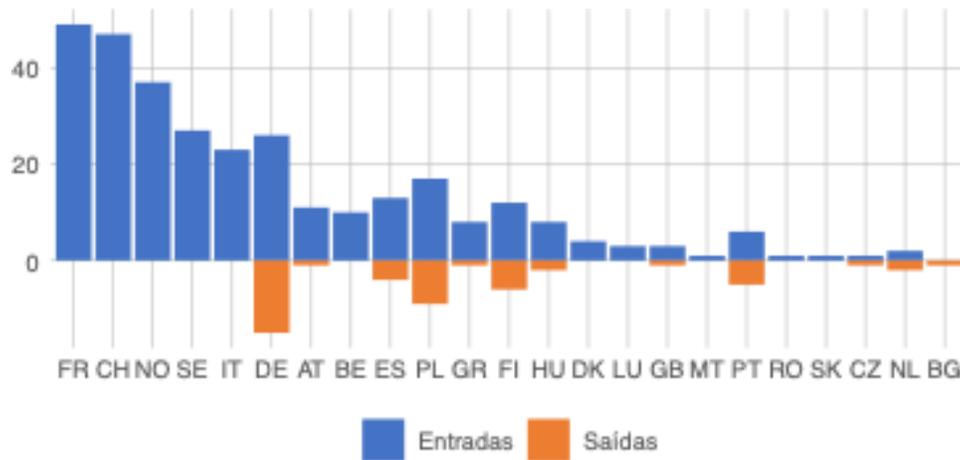
Por sua vez, a Figura 0.21 mostra como foi a evolução, por ano na nossa amostra, das entradas e saídas de empresa neste mercado.

Figura 0.21 - Entradas e saída do mercado de obrigações por ano



Finalmente, a Figura 0.22 mostra a repartição, por país, das entradas e saídas de empresas do mercado de obrigações na nossa amostra.

Figura 0.22 - Entradas e saídas do mercado de obrigações por país



2.6.2 Análise multivariada

A análise que se segue é, como se referiu, dada a amostra limitada de observações, predominantemente exploratória e procura averiguar se, para além da relação entre as várias dimensões empresariais estudadas e a admissão à cotação na bolsa de ações, o acesso de uma empresa ao mercado de obrigações (cotadas ou não) no período em análise estará, ou não, também associado a diferentes níveis de endividamento, estrutura de endividamento, custo da dívida, flexibilidade financeira, desempenho e/ou fiscalidade. Para esse efeito definiu-se uma variável explicativa adicional, concretamente a *dummy* Obrigações, cujo valor é de 1 caso a empresa tenha obrigações emitidas em cada período, 0 em caso contrário.

Uma vez mais, e de forma a reduzir possíveis enviesamentos, excluem-se as empresas cotadas antes do início da amostra e as que saíram da bolsa e as que detinham obrigações antes do início da amostra e as que deixaram de as deter durante a amostra, o que reduz substancialmente o número de empresas com obrigações na análise multivariada (comparando a Figura 0.23 com a Figura 0.20).

Figura 0.23 - Empresas com obrigações por país para efeitos da análise multivariada

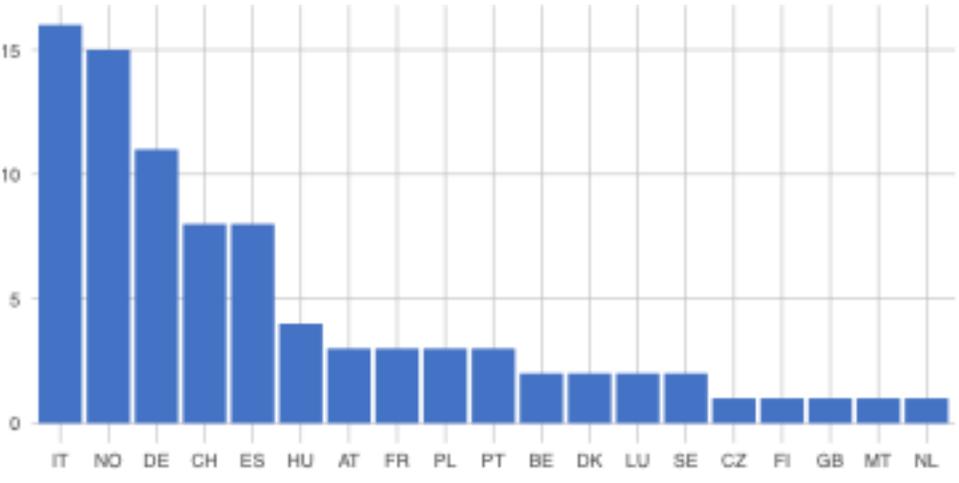


Tabela 0.24 - Acesso ao Mercado de Obrigações - Resumo dos resultados

(a) Painel A

	Endiv.	Endiv. CP/LP	Custo cap.	Caixa
Cotada	-0.063*** (0.011)	-0.026* (0.015)	-0.006** (0.003)	0.010 (0.006)
Obrigações	0.017 (0.016)	-0.053 (0.046)	0.017*** (0.006)	0.026 (0.016)
Cotada * Obrigações	0.014 (0.037)	-0.002 (0.076)	0.014 (0.022)	-0.083 (0.051)
Obs.	5524	4909	4111	4854
EF: Empresa	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

(b) Painel B

	Invest.	Rend.	Cresc.	Stress fin.	Imp.
Cotada	0.012 (0.008)	-0.005 (0.003)	-0.030 (0.094)	0.009 (0.012)	-0.003*** (0.001)
Obrigações	-0.010 (0.017)	0.001 (0.006)	0.119 (0.084)	-0.020** (0.009)	0.003 (0.002)
Cotada * Obrigações	0.107** (0.054)	0.075* (0.039)	0.412 (0.294)	-0.162 (0.118)	0.004 (0.005)
Obs.	5458	5604	5560	4870	5417
EF: Empresa	X	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Dado que a justificação da inclusão da nova *dummy* é semelhante, nos traços essenciais, às motivações avançadas para o impacto da admissão à cotação das ações de uma empresa, assim como atendendo à natureza exploratória desta nova análise, seguir-se-á o mesmo modelo geral de análise apresentado em Secção 2.4.1. Do mesmo modo, utilizar-se-ão para este efeito as mesmas variáveis de controle descritas anteriormente nas secções relativas à várias dimensões estudadas.

A Tabela 0.24 sumaria os coeficientes obtidos para as *dummies* Cotada, Obrigações e sua interação, tendo-se omitido, por motivos de parcimónia, os resultados para as diversas variáveis de controle. Assim, da análise dos resultados da tabela retira-se em primeiro lugar que os resultados anteriormente documentados

para a variável Cotada se mantêm essencialmente inalterados, com exceção da dimensão investimento. Ou seja, a admissão à cotação em Bolsa continua a estar associada à redução do endividamento global, da proporção de dívida de curto prazo, do custo do endividamento e do esforço fiscal, embora deixe de ser observável um efeito sobre o investimento. Adicionalmente, os dados revelam que o acesso ao mercado de obrigações por parte de uma empresa está significativamente associado com as seguintes dimensões:

- **Custo do capital:** empresas com acesso ao mercado de obrigações estão associadas a um maior custo de endividamento (significância inferior a 1%). Tal possivelmente pode ser devido ao maior nível de endividamento daí decorrente e conseqüente incremento de risco de crédito, ou a alguma tendência de empresas de maior risco (não capturado por outras variáveis de controle) serem mais suscetíveis de emitir obrigações.
- **Investimento:** o acesso em simultâneo ao mercado de ações e obrigações associa-se (com um nível de significância inferior a 5%) a um aumento do rácio de investimento em 9.7 pontos percentuais. Este resultado sugere uma ligação forte entre a presença nos mercados de capitais e a necessidade de obtenção de novos meios de financiamento para a realização de investimentos em ativos não-correntes.
- **Rendibilidade:** o acesso simultâneo ao mercado de ações e obrigações está associado a taxas de rendibilidade do ativo superiores em cerca de 7.6 p.p. (significância inferior a 5%).
- **Stress financeiro:** a presença no mercado de obrigações está negativamente relacionada (nível de significância inferior a 5%) com a probabilidade de *stress financeiro* (rácio de cobertura inferior a um durante 3 anos consecutivos pelo menos), consistente com a noção de que empresas que acedem a este mercado têm características de menor risco de *stress financeiro* em relação a outras empresas ou com a possibilidade de se manterem durante menos tempo numa situação de dificuldades financeiras, devido ao maior escrutínio e pressão dos investidores em obrigações.

2.7 Acesso a Capital de Risco

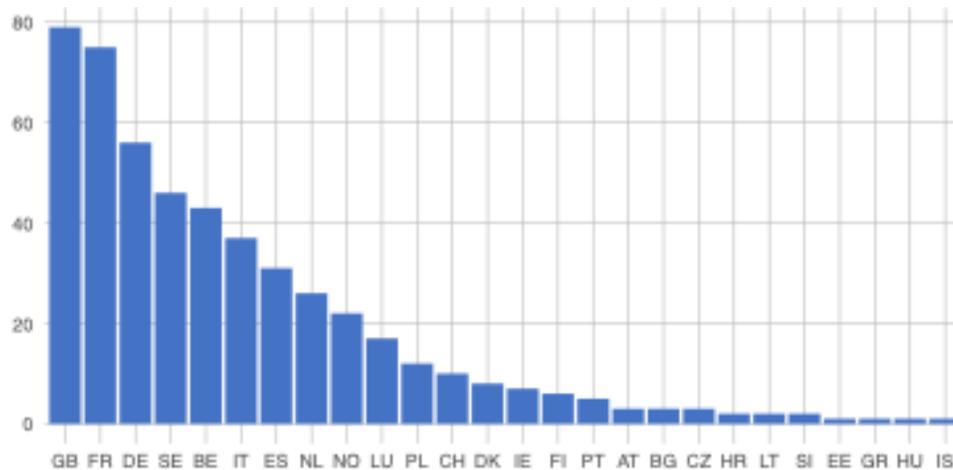
Uma derradeira análise efetuada neste estudo consiste numa investigação sobre a associação entre o acesso ao capital de risco na vertente acionista (*Private Equity* e *Venture Capital*, PE/VC) e as várias dimensões anteriormente já estudadas para os mercados de ações e obrigações (endividamento, flexibilidade

financeira, investimento, desempenho e fiscalidade). Tal como na Secção 2.4 e Secção 2.6, iniciamos com um conjunto de estatísticas descritivas, seguido de uma análise multivariada.⁵

2.7.1 Empresas com presença de Capital de Risco no seu capital

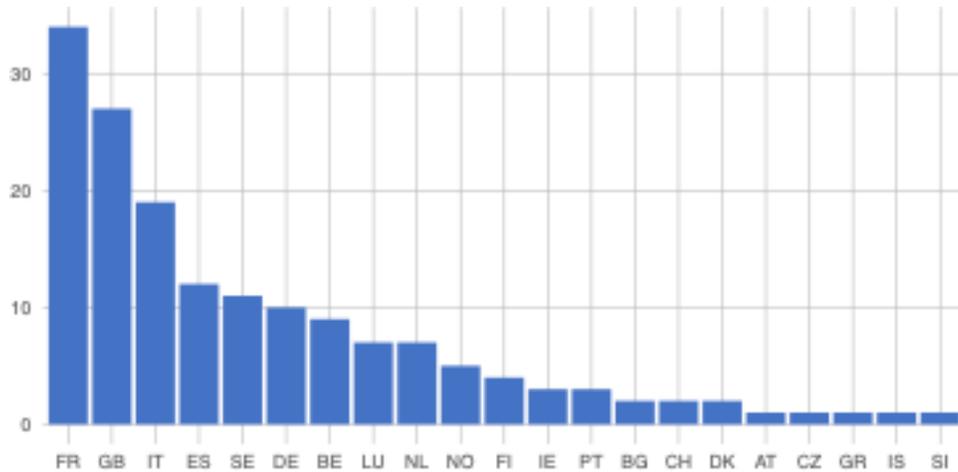
A Figura 0.24 mostra a repartição, na nossa amostra, das empresas participadas por PE/VC, por país. A figura mostra que o número de observações é manifestamente reduzido em relação à dimensão global da nossa amostra de empresas com e sem acesso aos mercados de capitais, agravada para efeitos da análise multivariada (Figura 0.25). Tal justifica uma natural cautela na extrapolação de conclusões que venham a ser sugeridas pela análise multivariada que se seguirá, dando por isso uma natureza eminentemente exploratória a essa análise.

Figura 0.24 - Empresas com PE/VC por país



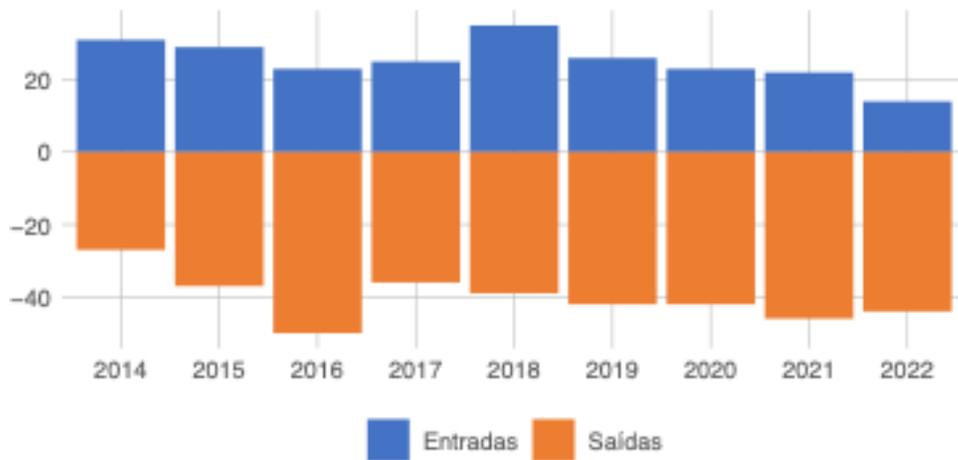
⁵ Tal como anteriormente, a amostra emparelhada foi construída, selecionando para cada empresa que acedeu ao mercado de obrigações durante o período da amostra, uma empresa do mesmo país e indústria com a dimensão mais próxima sem acesso ao mercado de capitais em qualquer uma das vertentes analisadas neste estudo: ações, obrigações ou capital de risco.

Figura 0.25 - Empresas com PE/VC por país, para efeitos da análise multivariada



A Figura 0.26 mostra finalmente a evolução anual na nossa amostra das entradas e saídas de empresas do mercado de PE/VC.

Figura 0.26 - Entradas e saída de PE/VC por ano



2.7.2 Análise multivariada

Uma derradeira análise multivariada efetuada neste estudo consiste na investigação da associação entre o acesso ao mercado de *Private Equity* ou *Venture Capital* e as várias dimensões anteriormente estudadas em termos da admissão aos mercados acionista ou obrigacionista.

De forma semelhante à descrita na Secção 2.6, definiu-se para este efeito a variável *dummy* PE/VC, que assume o valor de 1 para empresas que registam uma participação de uma empresa de *Private Equity* ou *Venture Capital*.

Dado estar em causa também aqui o estudo dos efeitos do acesso a um sub-mercado de capitais, a justificação da inclusão da nova *dummy* é semelhante, nos traços essenciais, às motivações avançadas para o impacto da admissão à cotação das ações de uma empresa ou do acesso ao mercado obrigacionista.

Assim, utilizar-se-á novamente o mesmo modelo geral de análise apresentado em Secção 2.4.1. E de igual forma, tomar-se-ão para este efeito as mesmas variáveis de controle descritas anteriormente nas secções Secção 2.4.2.1 a Secção 2.4.6.

Tabela 0.25 - Acesso a Capital de Risco - Sumário dos resultados

(a) Painel A

	Endiv.	Endiv. CP/LP	Custo cap.	Caixa
Cotada	-0.059*** (0.012)	-0.030* (0.016)	-0.007** (0.003)	0.011* (0.007)
PE VC	-0.001 (0.027)	0.042 (0.034)	0.004 (0.008)	0.020* (0.011)
Cotada * PE VC	0.001 (0.047)	-0.050 (0.101)	-0.028* (0.016)	0.025 (0.035)
Obs.	4512	4035	3211	3966
EF: Empresa	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

(b) Painel B

	Invest.	Rend.	Cresc.	Stress fin.	Imp.
Cotada	0.012 (0.008)	-0.006* (0.003)	-0.114 (0.096)	0.014 (0.013)	-0.003*** (0.001)
PE VC	0.010 (0.019)	0.003 (0.006)	-0.599 (0.428)	0.003 (0.033)	-0.003 (0.002)
Cotada * PE VC	-0.003 (0.031)	-0.021 (0.021)	0.500 (0.479)	-0.034 (0.052)	0.002 (0.006)
Obs.	4456	4589	4565	3850	4426
EF: Empresa	X	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

A Tabela 0.25 apresenta os resultados das estimativas do modelo que foi corrido para cada dimensão em análise com inclusão das variáveis Cotada, PE/VC e da sua interação. Os resultados confirmam, em primeiro lugar, que a consideração da variável de acesso ao mercado de PE/VC não influencia a significância ou sinal das associações da admissão à cotação de ações às dimensões de redução de endividamento, proporção de dívida de curto prazo, custo da dívida e fiscalidade empresarial. A inclusão, todavia, da variável PE/VC torna visível agora uma relação positiva com a flexibilidade financeira (significância apenas inferior a 10%) e negativa com a rentabilidade (idem).

Adicionalmente, apenas é encontrada evidência de relevância estatística de que o acesso ao mercado de PE/VC está associado a um aumento do nível de disponibilidades financeiras (+2 p.p.) e uma redução do custo da dívida. Esta última associação, no entanto, apenas se verifica quando existe simultaneidade com a decisão de admissão à cotação de ações (em 1.2 p.p., com um nível de significância inferior a 10%).

É de salientar, no entanto, as limitações dessa análise devido ao número relativamente diminuto de observações com dados completos para a subamostra de empresas participadas por PE/VC.

2.8 Conclusões

Este capítulo sintetiza as principais conclusões do impacto do acesso ao mercado de capitais (nas vertentes acionista, obrigacionista e de capital de risco) sobre as empresas, em diversas dimensões: (a) Nível, Estrutura e Custo do Endividamento, (b) Flexibilidade financeira, (c) Investimento, (d) Desempenho e (e) Fiscalidade empresarial. Para tal utiliza uma amostra alargada, de dados em painel, de empresas pertencentes à União Europeia, EFTA e Reino Unido para o período 2013-22.

Embora a metodologia empírica não permita de forma clara inferir o sentido da causalidade ou ultrapassar totalmente potenciais problemas de endogeneidade, foi ainda assim possível chegar a um conjunto de conclusões relativamente à associação entre o acesso ao mercado de capitais a as dimensões referidas no contexto da nossa amostra. Crê-se que esses resultados poderão oferecer, não obstante as limitações apontadas, algumas ilações relevantes para o mercado português, atualmente considerado como tendo um dinamismo *Baixo* (no contexto da amostra e critérios usados).

Nestes termos, as principais conclusões que podem ser retiradas são as seguintes:

A. Acesso ao Mercado de Ações

a.1. *Nível, Estrutura e Custo do Endividamento*: A evidência encontrada é consistente com a hipótese de que as empresas que escolhem ser cotadas estão associadas, tudo o mais constante, a

- menores níveis de endividamento (rácio de Endividamento/Ativos mais baixo em cerca de 6.2 pontos percentuais);
- menor peso do endividamento de curto prazo sobre o endividamento total (menos 2.8 pontos percentuais);
- menor custo de endividamento (menos 0.7 pontos percentuais no rácio Juros / Dívida).

a.2. *Flexibilidade Financeira*: os resultados não confirmam em geral a hipótese de que empresas que escolhem ser cotadas possuam maiores níveis de Caixa, a medida neste estudo usada para caracterizar a Flexibilidade Financeira.

a.3. *Investimento*: os dados estão de acordo com a hipótese de que as empresas que escolhem ser cotadas possuem níveis superiores de investimento. Os valores estimados sugerem assim que a circunstância de uma empresa ser admitida à cotação está associada a um aumento do seu rácio de Investimento / Ativos totais em 1.3 pontos percentuais.

a.4. *Desempenho*: a análise efetuada evidencia o seguinte:

- as empresas que escolhem ser cotadas não apresentam uma relação estatisticamente significativa (positiva ou negativa) com a Rendibilidade (medida pelo rácio de Resultados Operacionais / Total do Ativo);
- os resultados não permitem concluir que haja uma diferença significativa entre os níveis de crescimento das empresas que escolhem ser cotadas e as suas congéneres não-cotadas;
- a análise efetuada também não revela a existência de evidência de que as empresas que escolhem ser cotadas estarão associadas a maiores ou menores probabilidades de manutenção de situações de stress financeiro (rácios de cobertura inferior a 1 durante pelo menos 3 anos consecutivos).

a.5. *Fiscalidade empresarial*: foi encontrada neste estudo alguma evidência de que as empresas que escolhem ser cotadas têm níveis de tributação (medidos pelo rácio Impostos Pagos / Ativos Totais) inferiores aos de empresas não-cotadas, tudo o mais constante, e que se quantificou em -0.3 pontos percentuais relativamente aos Ativos totais.

a.6. *Relevância do Nível de Dinamismo do Mercado de Capitais (DMC)*: a análise efetuada separadamente para dois grupos de diferentes níveis de DMC (*Baixo* e *Elevado*) revela que, de um modo geral, as conclusões obtidas para a amostra global se mantêm válidas, mas existem algumas diferenças consoante as empresas admitidas à cotação se inserem nos grupos caracterizados como *Elevado* ou *Baixo* DMC.

Assim, os resultados evidenciam que, ao nível da associação entre a admissão à cotação e a proporção de endividamento relativamente ao total dos Ativos, esta se mantém como válida tanto para o grupo de *Elevado* como *Baixo* DMC (embora economicamente mais significativo no derradeiro grupo).

Em contraste, ao nível da proporção de dívida de curto prazo, esta só se apresenta como estando associada (negativamente) a uma decisão de admissão à cotação no caso do grupo *Baixo* DMC (efeito de -9.1 p.p.),

precisamente o grupo onde se insere Portugal. De forma semelhante, também o efeito de redução do custo da dívida se restringe a um único grupo, concretamente o de empresas em países com DMC *Elevado*.

Adicionalmente, foi também observado que apenas as empresas que escolhem ser cotadas em países de *Baixo* DMC estão associadas a um efeito superior em termos de níveis de investimento (+6.6 p.p.). Fazendo Portugal parte do grupo de *Baixo* DMC, são assim de esperar efeitos especialmente elevados para empresas portuguesas admitidas à cotação em termos do aumento da proporção de financiamento de longo prazo (capitais próprios e dívida de longo prazo), assim como em relação aos seus níveis de investimento.

Em termos de rendibilidade, também se detetou uma diferença entre a associação entre a decisão de admissão à cotação e a inserção de empresas nos dois grupos de DMC. Concretamente, observou-se um efeito de redução de rendibilidade circunscrito ao grupo de *Elevado* DMC (-0.8 p.p.).

Finalmente, detetou-se ainda que a relação negativa anteriormente observada entre a fiscalidade empresarial e a decisão de admissão à cotação se limita aos grupos de *Elevado*, excluindo, por conseguinte, países como Portugal.

B. Acesso ao Mercado obrigacionista

Os dados sugerem que as empresas que acedem ao mercado obrigacionista possuem uma maior capacidade de investimento, embora com custos de dívida superiores e apenas na primeira dimensão quando em simultâneo com uma admissão à cotação das suas ações. Adicionalmente, tais empresas estão também associadas a uma maior rendibilidade e a uma menor probabilidade de se encontrar em *stress* financeiro. Nas demais dimensões estudadas, nomeadamente endividamento de curto prazo, crescimento e fiscalidade, não foram detetados quaisquer efeitos estatisticamente significativos.

C. Acesso a Capital de risco

Os resultados reportados não identificam diferenças significativas ao nível das diversas dimensões estudadas, com exceção da flexibilidade financeira (associação positiva, com um impacto de 2 p.p. no valor das disponibilidades em relação aos Ativos Totais) e do custo da dívida (relação negativa), entre as empresas que acedem a capital de risco na vertente acionista (*Private Equity* ou *Venture Capital*) e as que não acedem. No entanto, o efeito de redução de custo da dívida (-1.2 p.p.) apenas se regista para as empresas com acesso simultâneo ao mercado de ações e de capital de risco.

Apêndice 2.A. Metodologia de recolha de dados e classificação

Os dados foram recolhidos a partir das bases de dados Orbis (Europe) e LSEG (previamente Refinitiv). De seguida é feita uma descrição dos procedimentos de recolha e limpeza dos dados utilizados no estudo.

2.A.1. Informação financeira e propriedade

A informação financeira foi extraída da base dados Orbis (Europe). Iniciou-se a extração utilizando-se cumulativamente os seguintes filtros:

1. Empresas pertencentes à União Europeia (27), EFTA ou Reino Unido;
2. Entidades do tipo *Corporate*;
3. Mínimo de Ativos totais de 10m EUR, em pelo menos um ano de 2015 a 2022;
4. *Global Ultimate Owners* (UO), utilizando um caminho de 50.01% e terminando na empresa cotada mais próxima do UO;

Para a extração foram definidos os seguintes parâmetros das definições *My Orbis*:

- Financial Accounts
 - All accounts -> Select: “All accounts available”
 - Financial Year cutoff -> Define: 30/June
- Corporate structure:
 - The minimum percentage of control in the path from a subject company to its Ultimate Owner must be: 50.01%
 - I consider a company to be an Ultimate Owner if it has no identified shareholders or if its shareholder’s percentages are not known.
 - I want the highest quoted company to be considered the Ultimate Owner

Isto resulta numa amostra inicial que inclui todas as contas de empresas definidas pela Orbis como sendo *Global Ultimate Owners* (utilizando um caminho de 50.01%) cuja entidade é definida como *Corporate*, ativas ou não ativas, da União Europeia (27), EFTA e Reino Unido, com um mínimo de Ativos totais de 10 mEUR em pelo menos um ano entre 2015 e 2022.

Os dados foram recolhidos entre 31 de Maio a 5 de Junho de 2024 para o período de 2013 a 2022.

Foi considerado como o ano de referência dos dados todas as contas com uma data de fecho anterior a 30 de junho do ano seguinte. Os valores monetários foram extraídos em Euros e foram ajustados à inflação a preços constantes de 2022, utilizando o IPC da zona euro (fonte Eurostat).

Os dados foram objeto dos seguintes filtros:

1. Excluir empresas financeiras (correspondentes à secção K NACE, exceto código 64.20 - *Holdings*).
2. Dar prioridade aos dados obtidos a partir dos relatórios anuais relativamente aos dados submetidos às entidades de registo local;
3. Dar prioridade aos dados, quando disponíveis, das contas preparadas acordo com os *IFRS-International Financial Reporting Standards*;
4. Dar prioridade a contas consolidadas, quando disponíveis;
5. Excluir empresas com pelo menos uma observação com valores negativos num qualquer dos seguintes itens:
 - Caixa
 - Ativos correntes
 - Ativos não correntes
 - Ativos fixos tangíveis
 - Ativos totais
 - Passivo corrente
 - Passivo não corrente
 - Vendas
6. Excluir empresas com variações muito significativas do Ativo total ($< -99.0\%$ ou $> 99000\%$), que se deverão presumivelmente a mudança na escala das unidades de relato;
7. Excluir empresas cujos dados violem princípios básicos de igualdade do Balanço;
8. Excluir observações (empresa-ano) com Ativos totais $< 10\text{mEUR}$ (a preços de 2022).
9. Excluir todas as empresas com menos de três anos consecutivos de dados válidos.

2.A.2. Informação sobre cotada

A informação sobre o período em que a empresa esteve cotada foi extraída da Orbis, e verificada e complementada com base nos dados da LSEG, tal como descrito a seguir.

Foi usada a informação das variáveis da Orbis: *listing status* (QUOTED_IN_STR), *ipo date* (IPO_DATE) and *delisting_date* (SD_DELISTED_DATE). Para determinar o estado de cotada, ou não cotada de uma empresa.

Uma empresa foi considerada cotada se esteve cotada durante pelo menos 6 meses no ano fiscal a que as contas dizem respeito.

Relativamente aos dados da LSEG iniciou-se o processo com a recolha de informação sobre todos os ativos que se encontravam nas listas de ações dos países da amostra, incluindo as listas de ativos mortos, e da *Worldscope*. A partir delas selecionou-se os códigos DSCODE únicos e para eles foi extraída informação estática incluindo o código ISIN.

Foi a partir do código ISIN constante nas variáveis da Orbis *isin number* (SD_ISIN) e *isin number all* (ISIN_ALL) que se procedeu à ligação dos dados da Orbis aos dados da LSEG.

Para os registos em que a ligação foi possível, foi extraída da LSEG informação da série temporal mensal da variável *price* (P) para o período de Janeiro de 1990 até Maio de 2024. Para cada um dos ativos determinou-se data do primeiro preço como a data de entrada em cotação e a data da última rendibilidade diferente de zero como a última data de cotação.

Quando não havia informação na Orbis para determinar o estado de cotação, mas esta estava disponível na LSEG, foi utilizada a informação disponível na LSEG. Em circunstâncias em que a empresa não se encontrava cotada de acordo com a Orbis mas havia informação sobre o seu estado de cotada na LSEG, foi considerada a informação da LSEG. Em todos os outros casos em que surgiram diferenças entre a informação da Orbis e LSEG a este respeito foi considerada a informação disponível na Orbis.

2.A.3. Informação sobre existência de obrigações admitidas a cotação

A informação sobre as obrigações admitidas a cotação em cada período foi obtida através do cruzamento dos dados da Orbis com os da LSEG.

O processo de extração de dados da LSEG iniciou-se com a identificação das listas de constituintes do tipo obrigações para todos os países da amostra. As listas incluem ativos vivos e mortos. A partir destas listas foram selecionados os códigos únicos de ativos (DSCODE). Para cada um dos ativos foi extraída a informação estática, incluindo a variável ID (data de emissão da obrigação ao mercado), ISIN, ITYP (classificação das obrigações pela natureza da entidade emitente), STYP (classificação do tipo de ativo), LFIS (tempo até à maturidade). Retiram-se as observações cuja variável ITYP era diferente de “CORP” ou “N/A”; e observações cuja variável STYP era igual a “PREF” que identifica ações preferenciais. A partir da data de emissão (ID) e da maturidade da obrigação (LFIS) foi construída a variável com a data de maturidade da obrigação.

A partir do código ISIN constante nas variáveis da Orbis *isin number* (SD_ISIN) e *isin number all* (ISIN_ALL) que se procedeu à ligação dos dados da Orbis aos dados da LSEG.

A variável indicadora “Obrigações” terá então um valor 1 nesse ano fiscal quando a empresa tem uma obrigação dentro da maturidade com emissão anterior a seis meses relativamente ao ano fiscal.

2.A.4. Participações de capital de risco (*Private Equity* ou *Venture Capital*)

Os dados sobre participações por parte de empresas de *Private Equity* ou *Venture Capital* foram extraídos da Orbis, a partir da informação da variável estática *SH Type* (SH_ENTITY_TYPE) e das variáveis de séries temporais *SH - Direct %* (SH_DIRECT_PCT) entre 2013 e 2022. Foi considerado como tendo participação de capital privado empresas que tivessem uma qualquer participação acionista (SH_DIRECT_PCT) classificada (SH_ENTITY_TYPE) como *Private Equity Firm* a 31 de dezembro do respetivo ano; e como capital privado ou capital de risco, empresas que a 31 de Dezembro desse ano tivessem uma qualquer participação acionista (SH_DIRECT_PCT) classificada (SH_ENTITY_TYPE) como *Private Equity Firm* ou *Venture Capital*.

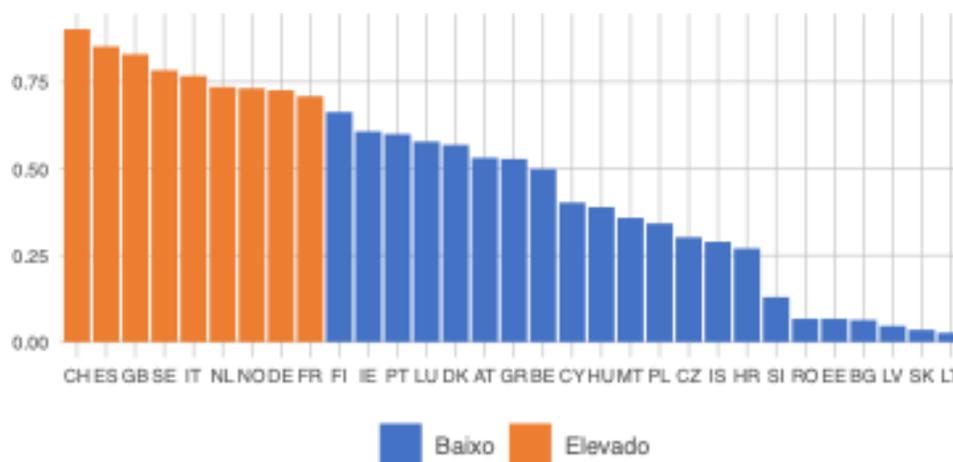
Apêndice 2.B. Definição das variáveis

Variável	Fórmula
Caixa	Cash and cash equivalent (CASH) / Total assets (TOAS)
Caixa 2	Cash and cash equivalent (CASH) / (Total assets (Balance sheet) (TOAS) - Cash and cash equivalent (CASH))
Crescimento	(Operating revenue (Turnover) (OPRE) _t / Operating revenue (Turnover) (OPRE) _{t-1}) - 1
Crescimento 2	(Sales (TURN) _t / Sales (TURN) _{t-1}) - 1
Custo da dívida	Interest paid (INTE) / [(Long term debt (LTDB) _t + Loans & short-term debt (LOAN) _t + Long term debt (LTDB) _{t-1} + Loans & short-term debt (LOAN) _{t-1}]/2]. Excluir se < 0 ou > 0.25
Custo da dívida 2	Financial expenses (FIEX) / [(Long term debt (LTDB) _t + Loans & short-term debt (LOAN) _t + (Long term debt (LTDB) _{t-1} + Loans & short-term debt (LOAN) _{t-1}]/2]. Excluir se < 0 ou > 0.25
Dimensão	Log(Total assets (TOAS))
Endividamento	(Non-current liabilities (NCLI) + Loans & short-term debt (LOAN)) / Total assets (TOAS)
Endividamento 2	(Long term debt (LTDB) + Loans & short-term debt (LOAN)) / Total assets (TOAS)
Endividamento 3	Long term debt (LTDB) / Total assets (TOAS)
Endividamento CP/LP	Loans & short-term debt (LOAN) / (Loans & short-term debt (LOAN) + Long term debt (LTDB))
Endividamento CP/LP 2	Loans & short-term debt (LOAN) / (Loans & short-term debt (LOAN) + Non-current liabilities (NCLI))
Fluxo de caixa	(Profit (loss) for the period [Net income] (PL) + Depreciation & Amortization (DEPR)) / Total assets (TOAS)
Fluxo de caixa 2	EBITDA (EBTA) / Total assets (TOAS)
FML	(Current assets (CUAS) - Current liabilities (CULI) - Cash and cash equivalent (CASH)) / Total assets (TOAS)
Idade	Year - Date of incorporation (INCORPORATION_DATE)
Impostos	Income tax expenses (benefit) (TAXA) / Total assets (TOAS)
Impostos 2	Income Tax Expenses (benefit) (TAXA) / Profit (loss) before tax (PBT)
Int. inventários	Stock (STOK) / Total assets (TOAS)
Intangibilidade	Intangible assets (IFAS) / Total assets (TOAS)
Investimento	(Non-current assets (FIAS) _t - Non-current assets (FIAS) _{t-1} + Depreciation & Amortization (DEPR)) / Total assets (TOAS)
Investimento 2	(Tangible fixed assets (TFAS) _t + Tangible fixed assets (TFAS) _{t-1} + Depreciation & Amortization (DEPR)) / Total assets (TOAS)
Prejuízo	Dummy: 1 se Profit (loss) for the period [Net income] (PL) < 0
Rendibilidade	Operating profit (loss) [EBIT] (OPPL) / (Total assets (TOAS) _t + Total assets (TOAS) _{t-1})/2)
Rendibilidade 2	Operating revenue (Turnover) (OPRE) / Total assets (TOAS) _{t-1}
Stress fin.	Dummy: 1 se 3 anos consecutivos com Taxa de cobertura de juros < 1 e Idade >= 10
Tangibilidade	(Tangible fixed assets (TFAS) + Other non-current assets (OFAS)) / Total assets (TOAS)
Tx. cob. juros	EBITDA (EBTA) / Interest paid (INTE)

Apêndice 2.C. Desenvolvimento do Mercado de Capitais

Este apêndice apresenta os resultados relativos ao acesso ao mercado de ações por grupo de desenvolvimento do mercado de capitais, de acordo com o *Financial Markets index* produzido pelo Fundo Monetário Internacional. A classificação dos países em dois grupos de desenvolvimento (*Elevado* e *Baixo*) é feita relativamente ao primeiro tercil do FMI, de forma a obter um número razoável de empresas em cada grupo (Figura 0.27).

Figura 0.27 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI)



Os resultados, que se apresentam de seguida, são semelhantes aos obtidos para o indicador de Dinamismo do Mercado de Capitais, com a exceção de que o feito de redução do custo da dívida se restringe ao grupo *Elevado*.

2.C.1. Estrutura de capitais

2.C.1.1. Endividamento

Tabela 0.26 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Endividamento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.042*	-0.041*	-0.066***
	(0.022)	(0.023)	(0.013)
Cotada * DMC Elevado	-0.024		
	(0.025)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5904	1249	4655
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.2. Endividamento CP/LP

Tabela 0.27 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Endividamento CP/LP

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.098***	-0.061*	-0.019
	(0.034)	(0.036)	(0.016)
Cotada * DMC Elevado	0.084**		
	(0.037)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5267	1131	4136
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.3. Custo da dívida

Tabela 0.28 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Custo da Dívida

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.004 (0.006)	0.002 (0.006)	-0.008*** (0.003)
Cotada * DMC Elevado	-0.012* (0.007)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	4311	869	3442
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.4. Flexibilidade financeira

Tabela 0.29 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Nível de Caixa

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.008 (0.018)	-0.009 (0.019)	0.013* (0.007)
Cotada * DMC Elevado	0.021 (0.019)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5220	1163	4057
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.5. Investimento

Tabela 0.30 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Investimento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.054*** (0.015)	0.048*** (0.016)	0.007 (0.009)
Cotada * DMC Elevado	-0.048*** (0.017)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5834	1240	4594
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.6. Rendibilidade

Tabela 0.31 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Rendibilidade

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.003 (0.010)	0.001 (0.009)	-0.006* (0.003)
Cotada * DMC Elevado	-0.002 (0.010)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5996	1275	4721
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.7. Crescimento

Tabela 0.32 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Crescimento

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.224 (0.245)	0.257 (0.249)	-0.110 (0.097)
Cotada * DMC Elevado	-0.319 (0.262)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5954	1259	4695
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.8. Stress financeiro

Tabela 0.33 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Stress financeiro

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	0.008 (0.037)	0.001 (0.040)	0.013 (0.013)
Cotada * DMC Elevado	0.003 (0.039)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5097	1011	4086
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

2.C.1.9. Fiscalidade empresarial

Tabela 0.34 - Desenvolvimento do Mercado de Capitais (FMI) - Impostos

	Todos	Baixo	Elevado
Cotada	-0.008*	-0.008*	-0.003**
	(0.005)	(0.004)	(0.001)
Cotada * DMC Elevado	0.006		
	(0.005)		
Caract. Empresa	X	X	X
Caract. Empresa * DMC Elevado	X		
Obs.	5782	1226	4556
EF: Empresa	X	X	X
EF: Ano	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Apêndice 2.D. Acesso ao Mercado de obrigações: resultados detalhados

Tabela 0.35 - Acesso ao Mercado de obrigações - Resultados detalhados: parte 1

	Endiv.	Endiv. CP/LP	Custo cap.	Caixa
Cotada	-0.063*** (0.011)	-0.026* (0.015)	-0.006** (0.003)	0.010 (0.006)
Obrigações	0.017 (0.016)	-0.053 (0.046)	0.017*** (0.006)	0.026 (0.016)
(Cotada * Obrigações)	0.014 (0.037)	-0.002 (0.076)	0.014 (0.022)	-0.083 (0.051)
Rendibilidade	-0.022 (0.101)	0.044 (0.166)	0.009 (0.033)	0.129** (0.063)
Crescimento	0.001 (0.002)	-0.002 (0.002)	-0.001*** (0.000)	0.000 (0.001)
Investimento	0.053* (0.029)	-0.061 (0.041)		-0.013 (0.017)
Tangibilidade	0.089* (0.050)	-0.081 (0.067)	-0.034*** (0.010)	
Dimensão	0.020 (0.015)	-0.046** (0.020)	-0.001 (0.003)	-0.027*** (0.008)
log Idade	-0.075** (0.035)	0.142*** (0.046)	-0.002 (0.005)	-0.004 (0.014)
Caixa	0.044 (0.056)	-0.107 (0.073)	-0.001 (0.012)	
Fluxo De Caixa	-0.194*** (0.069)	-0.006 (0.117)	-0.015 (0.023)	0.113** (0.045)
Endividamento			0.042*** (0.007)	0.028* (0.016)
Tx. Cob. Juros			0.000 (0.000)	
Endividamento CP/LP			0.006* (0.003)	-0.009 (0.008)
FML				-0.017 (0.022)
Intangibilidade				0.007 (0.030)
Obs.	5524	4909	4111	4854
EF: Empresa	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabela 0.36 - Acesso ao Mercado de obrigações - Resultados detalhados: parte 2

	Invest.	Rend.	Cresc.	Stress fin.	Imp.
Cotada	0.012 (0.008)	-0.005 (0.003)	-0.030 (0.094)	0.009 (0.012)	-0.003*** (0.001)
Obrigações	-0.010 (0.017)	0.001 (0.006)	0.119 (0.084)	-0.020** (0.009)	0.003 (0.002)
(Cotada * Obrigações)	0.107** (0.054)	0.075* (0.039)	0.412 (0.294)	-0.162 (0.118)	0.004 (0.005)
Endividamento	-0.045** (0.018)		-0.160 (0.263)	0.097** (0.045)	-0.002 (0.002)
Crescimento	0.000 (0.001)	0.001 (0.000)		-0.004 (0.004)	0.000 (0.000)
Caixa	0.262*** (0.031)	0.039** (0.018)	0.334 (0.597)		
log Idade	-0.038** (0.017)	0.027** (0.011)	-0.141 (0.210)	-0.019 (0.022)	
Intangibilidade	-0.130*** (0.043)	-0.008 (0.020)	0.180 (0.766)	0.010 (0.079)	-0.003 (0.005)
Fluxo De Caixa	-0.022 (0.042)				
Dimensão	-0.062*** (0.010)	-0.013** (0.005)	-0.298** (0.125)	-0.064*** (0.021)	0.000 (0.001)
Investimento		-0.006 (0.015)	-0.122 (0.385)	0.007 (0.039)	-0.005** (0.003)
FML		-0.006 (0.015)			
Rendibilidade			-4.197*** (0.968)		0.041*** (0.009)
Int. Inventários					0.003 (0.008)
Prejuízo					-0.009*** (0.001)
Obs.	5458	5604	5560	4870	5417
EF: Empresa	X	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Apêndice 2.E. Acesso a Capital de risco

Tabela 0.37 - Acesso a Capital de risco - Resultados detalhados: parte 1

	Endiv.	Endiv. CP/LP	Custo cap.	Caixa
Cotada	-0.059*** (0.012)	-0.030* (0.016)	-0.007** (0.003)	0.011* (0.007)
PE VC	-0.001 (0.027)	0.042 (0.034)	0.004 (0.008)	0.020* (0.011)
(Cotada * PE VC)	0.001 (0.047)	-0.050 (0.101)	-0.028* (0.016)	0.025 (0.035)
Rendibilidade	-0.004 (0.111)	0.010 (0.162)	-0.016 (0.036)	0.149** (0.068)
Crescimento	0.001 (0.002)	-0.002 (0.003)	-0.001*** (0.000)	-0.001 (0.002)
Investimento	0.036 (0.032)	-0.027 (0.040)		-0.012 (0.018)
Tangibilidade	0.113** (0.051)	-0.177*** (0.065)	-0.035*** (0.011)	
Dimensão	0.022 (0.017)	-0.052** (0.021)	-0.003 (0.003)	-0.023** (0.009)
log Idade	-0.060 (0.043)	0.067 (0.053)	0.005 (0.008)	0.005 (0.014)
Caixa	0.048 (0.064)	-0.094 (0.079)	0.001 (0.014)	
Fluxo De Caixa	-0.198*** (0.074)	-0.008 (0.118)	0.006 (0.027)	0.153*** (0.052)
Endividamento			0.044*** (0.008)	0.032* (0.017)
Tx. Cob. Juros			0.000 (0.000)	
Endividamento CP/LP			0.005 (0.004)	-0.001 (0.009)
FML				-0.003 (0.025)
Intangibilidade				0.022 (0.033)
Obs.	4512	4035	3211	3966
EF: Empresa	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Tabela 0.38 - Acesso a Capital de risco - Resultados detalhados: parte 2

	Invest.	Rend.	Cresc.	Stress fin.	Imp.
Cotada	0.012 (0.008)	-0.006* (0.003)	-0.114 (0.096)	0.014 (0.013)	-0.003*** (0.001)
PE VC	0.010 (0.019)	0.003 (0.006)	-0.599 (0.428)	0.003 (0.033)	-0.003 (0.002)
(Cotada * PE VC)	-0.003 (0.031)	-0.021 (0.021)	0.500 (0.479)	-0.034 (0.052)	0.002 (0.006)
Endividamento	-0.060*** (0.021)		-0.182 (0.285)	0.068 (0.048)	-0.003 (0.003)
Crescimento	0.000 (0.002)	0.001 (0.001)		-0.006 (0.005)	0.000 (0.000)
Caixa	0.271*** (0.033)	0.044** (0.020)	0.699 (0.680)		
log Idade	-0.025 (0.020)	0.018 (0.011)	0.145 (0.164)	-0.045* (0.027)	
Intangibilidade	-0.141*** (0.048)	-0.008 (0.020)	0.550 (0.842)	0.038 (0.087)	-0.002 (0.005)
Fluxo De Caixa	-0.018 (0.054)				
Dimensão	-0.061*** (0.011)	-0.013** (0.006)	-0.285** (0.128)	-0.055** (0.023)	-0.001 (0.001)
Investimento		-0.006 (0.016)	-0.052 (0.386)	0.009 (0.042)	-0.005* (0.003)
FML		-0.015 (0.018)			
Rendibilidade			-4.635*** (1.141)		0.035*** (0.011)
Int. Inventários					0.009 (0.009)
Prejuízo					-0.009*** (0.001)
Obs.	4456	4589	4565	3850	4426
EF: Empresa	X	X	X	X	X
EF: Ano	X	X	X	X	X
Erros padrão	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa	por Empresa

* $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Bibliografia

- Aggarwal, R., Erel, I., Stulz, R., & Williamson, R. (2009). Differences in governance practices between US and foreign firms: Measurement, causes, and consequences. *The Review of Financial Studies*, 22(8), 3131–3169.
- Ahrends, M., Drobetz, W., & Puhan, T. X. (2018). Cyclicity of growth opportunities and the value of cash holdings. *Journal of Financial Stability*, 37, 74–96.
- Aivazian, V. A., Ge, Y., & Qiu, J. (2005). The impact of leverage on firm investment: Canadian evidence. *Journal of Corporate Finance*, 11(1-2), 277–291.
- Alexander, I., & Mayer, C. (1991). *Stock markets and corporate performance: A comparison of quoted and unquoted firms*. CEPR Discussion Papers.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777–1804.
- Altman, E. I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23(4), 589–609.
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2004). Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt. *Journal of Accounting and Economics*, 37(3), 315–342.
- Angrist, J. D., & Pischke, J.-S. (2009). *Mostly harmless econometrics: An empiricist's companion*. Princeton university press.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), 203–243.
- Asker, J., Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2015). Corporate investment and stock market listing: A puzzle? *The Review of Financial Studies*, 28(2), 342–390.
- Attig, N., Cleary, S., El Ghouli, S., & Guedhami, O. (2013). Institutional investment horizons and the cost of equity capital. *Financial Management*, 42(2), 441–477.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83–128.

- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). Earnings quality at initial public offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 324–349.
- Barro, R. J. (1990). The stock market and investment. *The Review of Financial Studies*, 3(1), 115–131.
- Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2-3), 206–224.
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985–2021.
- Beaver, W. H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of Accounting Research*, 71–111.
- Bédard, J., Coulombe, D., & Courteau, L. (2008). Audit committee, underpricing of IPOs, and accuracy of management earnings forecasts. *Corporate Governance: An International Review*, 16(6), 519–535.
- Belz, T., Hagen, D. von, & Steffens, C. (2019). Taxes and firm size: Political cost or political power? *Journal of Accounting Literature*, 42(1), 1–28.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1995). Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business*, 351–381.
- Berger, A. N., & Udell, G. F. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking & finance*, 22(6-8), 613–673.
- Bharath, S. T., & Dittmar, A. K. (2010). Why do firms use private equity to opt out of public markets? *The Review of Financial Studies*, 23(5), 1771–1818.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting Review*, 323–349.
- Brown, J. R., Fazzari, S. M., & Petersen, B. C. (2009). Financing innovation and growth: Cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom. *The Journal of Finance*, 64(1), 151–185.
- Brown, J. R., Martinsson, G., & Petersen, B. C. (2012). Do financing constraints matter for R&D? *European Economic Review*, 56(8), 1512–1529.
- Buettner, T., Overesch, M., Schreiber, U., & Wamser, G. (2012). The impact of thin-capitalization rules on the capital structure of multinational firms. *Journal of Public Economics*, 96(11-12), 930–938.

- Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 237–333.
- Cabral, L. (1995). Sunk costs, firm size and firm growth. *The Journal of Industrial Economics*, 161–172.
- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41–61.
- Claessens, S., & Tzioumis, K. (2006). Ownership and financing structures of listed and large non-listed corporations. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 266–276.
- Claus, J., & Thomas, J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance*, 56(5), 1629–1666.
- Cleary, S. (1999). The relationship between firm investment and financial status. *The Journal of Finance*, 54(2), 673–692.
- Coad, A., Holm, J. R., Krafft, J., & Quatraro, F. (2018). Firm age and performance. *Journal of Evolutionary Economics*, 28, 1–11.
- Collin-Dufresne, P., Goldstein, R. S., & Martin, J. S. (2001). The determinants of credit spread changes. *The Journal of Finance*, 56(6), 2177–2207.
- Corrado, C., Hulten, C., & Sichel, D. (2009). Intangible capital and US economic growth. *Review of Income and Wealth*, 55(3), 661–685.
- D'Mello, R., Krishnaswami, S., & Larkin, P. J. (2008). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from spin-offs. *Journal of Banking & Finance*, 32(7), 1209–1220.
- Deloof, M. (2003). Does working capital management affect profitability of Belgian firms? *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3-4), 573–588.
- Denis, D. J., & Mihov, V. T. (2003). The choice among bank debt, non-bank private debt, and public debt: evidence from new corporate borrowings. *Journal of Financial Economics*, 70(1), 3–28.
- Denis, D. J., & Sibilkov, V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23(1), 247–269.
- Desai, M. A., Foley, C. F., & Hines Jr, J. R. (2006). The demand for tax haven operations. *Journal of Public Economics*, 90(3), 513–531.

- Dhaliwal, D. S. (1980). *The effect of exchange-listing on a firm's cost of equity capital* (Vol. 2). US Securities; Exchange Commission, Directorate of Economic; Policy
- Dharmapala, D., & Riedel, N. (2013). Earnings shocks and tax-motivated income-shifting: Evidence from European multinationals. *Journal of Public Economics*, 97, 95–107.
- Dhawan, R. (2001). Firm size and productivity differential: theory and evidence from a panel of US firms. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 44(3), 269–293.
- Diamond, D. W. (1991a). Debt maturity structure and liquidity risk. *the Quarterly Journal of Economics*, 106(3), 709–737.
- Diamond, D. W. (1991b). Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. *Journal of Political Economy*, 99(4), 689–721.
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599–634.
- Dunne, T., Roberts, M. J., & Samuelson, L. (1989). The growth and failure of US manufacturing plants. *The Quarterly Journal of Economics*, 104(4), 671–698.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73–95.
- Eberhart, A. C., Maxwell, W. F., & Siddique, A. R. (2004). An examination of long-term abnormal stock returns and operating performance following R&D increases. *The Journal of Finance*, 59(2), 623–650.
- Egger, P., Eggert, W., Keuschnigg, C., & Winner, H. (2010). Corporate taxation, debt financing and foreign-plant ownership. *European Economic Review*, 54(1), 96–107.
- Evans, D. S. (1987). The relationship between firm growth, size, and age: Estimates for 100 manufacturing industries. *The Journal of Industrial Economics*, 567–581.
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238–252.
- Faulkender, M., & Petersen, M. A. (2006). Does the source of capital affect capital structure? *The Review of Financial Studies*, 19(1), 45–79.

- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206.
- Flor, C. R. (2011). Asset substitution and debt renegotiation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 38(7-8), 915–944.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., & Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125–1162.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1–37.
- Franzoni, F., Nowak, E., & Phalippou, L. (2012). Private equity performance and liquidity risk. *The Journal of Finance*, 67(6), 2341–2373.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127–149.
- Garrod, N., Kosi, U., & Valentincic, A. (2008). Asset write-offs in the absence of agency problems. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(3-4), 307–330.
- Gebhardt, W. R., Lee, C. M., & Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135–176.
- Gomes, M. (2014). *The impact of corporate governance on the cost of debt: Evidence from Portuguese listed companies (Master's Thesis)*. University of Porto.
- Graham, J. R., Hanlon, M., & Shevlin, T. (2011). Real effects of accounting rules: Evidence from multinational firms' investment location and profit repatriation decisions. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 137–185.
- Graham, J. R., Lemmon, M. L., & Schallheim, J. S. (1998). Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status. *The Journal of Finance*, 53(1), 131–162.
- Greene, W. H. (2012). *201 I. Econometric Analysis*. Prentice Hall: Upper Saddle River, NJ.

- Guest, P. M. (2009). The impact of board size on firm performance: evidence from the UK. *The European Journal of Finance*, 15(4), 385–404.
- Gupta, S., & Newberry, K. (1997). Determinants of the variability in corporate effective tax rates: Evidence from longitudinal data. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(1), 1–34.
- Hall, B. H., & Lerner, J. (2010). The financing of R&D and innovation. Em *Handbook of the Economics of Innovation* (Vol. 1, pp. 609–639). Elsevier.
- Hall, M., & Weiss, L. (1967). Firm size and profitability. *The Review of Economics and Statistics*, 319–331.
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178.
- Hanlon, M., Mills, L. F., & Slemrod, J. B. (2005). An empirical examination of corporate tax noncompliance. *Ross School of Business Paper*, 1025.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535–555.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297–355.
- He, Z., & Xiong, W. (2012). Rollover risk and credit risk. *The Journal of Finance*, 67(2), 391–430.
- Henry, E., & Sansing, R. (2018). Corporate tax avoidance: Data truncation and loss firms. *Review of Accounting Studies*, 23, 1042–1070.
- Hill, M. D., Kelly, G. W., & Highfield, M. J. (2010). Net operating working capital behavior: a first look. *Financial Management*, 39(2), 783–805.
- Hope, O.-K., Ma, M. S., & Thomas, W. B. (2013). Tax avoidance and geographic earnings disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), 170–189.
- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36(1), 1–24.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, Corporate Finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323–329.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Jiang, Z., Kim, K. A., & Hsin-Han Shen, C. (2012). The effects of R&D expenditures on bondholders. *Em Advances in Financial Economics* (pp. 127–148). Emerald Group Publishing Limited.
- Johnson, S. A. (1997). An empirical analysis of the determinants of corporate debt ownership structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32(1), 47–69.
- Jones, S. (2011). Does the capitalization of intangible assets increase the predictability of corporate failure? *Accounting Horizons*, 25(1), 41–70.
- Kawano, L., & Slemrod, J. (2016). How do corporate tax bases change when corporate tax rates change? With implications for the tax rate elasticity of corporate tax revenues. *International Tax and Public Finance*, 23(3), 401–433.
- Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335–359.
- Kim, J., Kim, H., & Woods, D. (2011). Determinants of corporate cash-holding levels: An empirical examination of the restaurant industry. *International Journal of Hospitality Management*, 30(3), 568–574.
- Kim, W., & Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281–307.
- Klapper, L. F., & Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703–728.
- Klassen, K. J. (1997). The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and tax reporting. *Accounting Review*, 455–474.
- Kosi, U., & Valentincic, A. (2013). Write-offs and profitability in private firms: Disentangling the impact of tax-minimisation incentives. *European Accounting Review*, 22(1), 117–150.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911–922.
- Krishnan, J., Li, C., & Wang, Q. (2013). Auditor industry expertise and cost of equity. *Accounting Horizons*, 27(4), 667–691.

- Leary, M. T., & Roberts, M. R. (2010). The pecking order, debt capacity, and information asymmetry. *Journal of Financial Economics*, 95(3), 332–355.
- Lehn, K. M., Patro, S., & Zhao, M. (2009). Determinants of the size and composition of US corporate boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38(4), 747–780.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 1–23.
- Llopis, R. M. (2005). *Presión fiscal en las pymes: Estudio de su incidencia en la Comunidad Valenciana*. Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- Lu, Y., Liu, R., Cao, Y., & Li, Y. (2023). Tax burden and corporate investment efficiency. *Sustainability*, 15(3), 1747.
- Madhani, P. M. (2012). Intangible assets: Value drivers for competitive advantage. Em *Best practices in management accounting* (pp. 146–165). Springer.
- McConnell, J. J., & Muscarella, C. J. (1985). Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm. *Journal of Financial Economics*, 14(3), 399–422.
- Mikkelson, W. H., & Partch, M. M. (2003). Do persistent large cash reserves hinder performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275–294.
- Minnick, K., & Noga, T. (2010). Do corporate governance characteristics influence tax management? *Journal of Corporate Finance*, 16(5), 703–718.
- Moyer, R. C., Chatfield, R. E., & Sisneros, P. M. (1989). Security analyst monitoring activity: Agency costs and information demands. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24(4), 503–512.
- Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 199–219.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147–175.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.
- Myers, S. C., & Rajan, R. G. (1998). The paradox of liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 733–771.

- Ohlson, J. A., & Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies*, 10, 349–365.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3–46.
- Opler, T., & Titman, S. (1994). Financial distress and corporate performance. *The Journal of Finance*, 49(3), 1015–1040.
- Pagano, M., Panetta, F., & Zingales, L. (1998). Why do companies go public? An empirical analysis. *The Journal of Finance*, 53(1), 27–64.
- Parsons, C., Titman, S., et al. (2009). Empirical capital structure: A review. *Foundations and Trends in Finance*, 3(1), 1–93.
- Peek, E., Cuijpers, R., & Buijink, W. (2010). Creditors' and shareholders' reporting demands in public versus private firms: Evidence from Europe. *Contemporary Accounting Research*, 27(1), 49–91.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (2002). Does distance still matter? The information revolution in small business lending. *The Journal of Finance*, 57(6), 2533–2570.
- Plesko, G. A. (2003). An evaluation of alternative measures of corporate tax rates. *Journal of Accounting and Economics*, 35(2), 201–226.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421–1460.
- Rego, S. O. (2003). Tax-avoidance activities of US multinational corporations. *Contemporary Accounting Research*, 20(4), 805–833.
- Reints, W. W., & Vandenberg, P. A. (1975). The impact of changes in trading location on a security's systematic risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10(5), 881–890.
- Richardson, G., & Lanis, R. (2007). Determinants of the variability in corporate effective tax rates and tax reform: Evidence from Australia. *Journal of Accounting and Public Policy*, 26(6), 689–704.
- Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. *The Journal of Finance*, 46(1), 3–27.

- Robinson, J. R., Sikes, S. A., & Weaver, C. D. (2010). Performance measurement of corporate tax departments. *The Accounting Review*, 85(3), 1035–1064.
- Romer, P. M. (1990). Endogenous technological change. *Journal of Political Economy*, 98(5, Part 2), S71–S102.
- Roper, S. (1999). Modelling small business growth and profitability. *Small Business Economics*, 13, 235–252.
- Rossi, M. et al. (2016). The impact of age on firm performance: A literature review. *Corporate Ownership & Control*, 13(2), 217–223.
- Shin, H.-H., & Soenen, H. L. (1998). *Efficiency of working capital and corporate profitability*.
- Shome, S., & Verma, S. (2024). Zombie firms: a systematic review and future research directions. *Management Review Quarterly*, 1–60.
- Shumway, T. (2001). Forecasting bankruptcy more accurately: A simple hazard model. *The Journal of Business*, 74(1), 101–124.
- Silva, H. A. S. S. da. (2015). *São as Empresas Cotadas Mais Rentáveis Que as Empresas Não Cotadas?* [Mathesis]. Universidade de Lisboa (Portugal).
- Smith Jr, C. W., & Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies. *Journal of Financial Economics*, 32(3), 263–292.
- Stein, J. C. (1988). Takeover threats and managerial myopia. *Journal of Political Economy*, 96(1), 61–80.
- Stickney, C. P., & McGee, V. E. (1982). Effective corporate tax rates the effect of size, capital intensity, leverage, and other factors. *Journal of Accounting and Public Policy*, 1(2), 125–152.
- Stock, J. H., & Watson, M. W. (2020). *Introduction to econometrics*. Pearson.
- Stohs, M. H., & Mauer, D. C. (1996). The determinants of corporate debt maturity structure. *Journal of Business*, 279–312.
- Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3–27.

- Tennant, S. N., & Tracey, M. R. (2019). Corporate profitability and effective tax rate: The enforcement effect of large taxpayer units. *Accounting and Business Research*, 49(3), 342–361.
- Teoh, S. H., Wong, T. J., & Rao, G. R. (1998). Are accruals during initial public offerings opportunistic? *Review of Accounting Studies*, 3, 175–208.
- Tijjani, B., & Peter, Z. (2020). Ownership structure and tax planning of listed firms: Evidence from Nigeria. *Journal of Accounting and Taxation*, 12(3), 99–107.
- Titman, S., Wei, K. J., & Xie, F. (2004). Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 677–700.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1–19.
- Van Tendeloo, B., & Vanstraelen, A. (2008). Earnings management and audit quality in Europe: Evidence from the private client segment market. *European Accounting Review*, 17(3), 447–469.
- Wang, C.-W., Chiu, W.-C., & King, T.-H. D. (2020). Debt maturity and the cost of bank loans. *Journal of Banking & Finance*, 112, 105235.
- Warusawitharana, M. (2018). Profitability and the Lifecycle of Firms. *The BE Journal of Macroeconomics*, 18(2), 20170124.
- Whited, T. M. (1992). Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data. *The Journal of Finance*, 47(4), 1425–1460.
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Ying, L. K., Lewellen, W. G., Schlarbaum, G. G., & Lease, R. C. (1977). Stock exchange listings and securities returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 12(3), 415–432.
- Yu, F. (2005). Accounting transparency and the term structure of credit spreads. *Journal of Financial Economics*, 75(1), 53–84.
- Zhu, F. (2014). Corporate governance and the cost of capital: An international study. *International Review of Finance*, 14(3), 393–429.
- Zimmerman, J. L. (1983). Taxes and firm size. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 119–149.

Capítulo 3.

Um mercado de capitais promotor de crescimento económico e da transição para o paradigma ‘Created-In’

António Martins

Miguel Portela

Pedro Bação

Dezembro 2024

Índice

Capítulo 3. Um mercado de capitais promotor de crescimento económico e da transição para o paradigma ‘Created-In’	165
3.1. Introdução.....	171
3.2. Revisão de literatura	175
3.2.1. <i>O efeito de estar cotado</i>	175
3.2.2. <i>O desempenho das empresas financiadas por capital de risco</i>	184
3.3. Fontes de dados	185
3.4. Descrição dos dados e caracterização da economia	187
3.5. Performance das empresas e participação no mercado de capitais.....	214
3.6. Conclusões.....	236
3.7. Bibliografia.....	238
3.8. Apêndices	242

Lista de Figuras

Figura 1: Distribuição do total de empresas ao longo do tempo.....	188
Figura 2: Distribuição do emprego, volume de negócios e número de empresas por dimensão - 2019	188
Figura 3: Perfil exportador e de I&D por dimensão da empresa - 2019	189
Figura 4: Distribuição das empresas por setor de atividade económica - 2019	190
Figura 5: Número médio de trabalhadores por setor de atividade económica - 2019.....	191
Figura 6: Mediana do VAB por trabalhador (€1000) - 2019	192
Figura 7: Incidência de exportação por setor de atividade económica (%) - 2019	193
Figura 8: Incidência de empresas com trabalhadores em I&D (%) - 2019	194
Figura 9: Incidência de empresas com investimento em I&D (%) - 2019.....	195
Figura 10: Investimento médio em I&D (% do ativo) por setor de atividade - 2019	196
Figura 11: Distribuição anual do número de empresas com ações e/ou obrigações cotadas	197
Figura 12: Distribuição por setor de atividade económica das empresas com ações e/ou obrigações cotadas – 2019.....	198
Figura 13: Distribuição por dimensão das empresas com ações e/ou obrigações cotadas - 2019	198
Figura 14: Distribuição anual do número de empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas subsidiárias - 2019	199
Figura 15: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas subsidiárias - 2019	200
Figura 16: Distribuição por dimensão das empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas subsidiárias - 2019	200
Figura 17: Distribuição anual do número de empresas beneficiárias de capital de risco.....	201
Figura 18: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas beneficiárias de capital de risco - 2019.....	202
Figura 19: Distribuição por dimensão das empresas beneficiárias de capital de risco - 2019	202
Figura 20: Distribuição anual das empresas com emissão privada de dívida	203
Figura 21: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas com emissão privada de dívida - 2019.....	204
Figura 22: Distribuição por dimensão das empresas com emissão privada de dívida - 2019.....	204
Figura 23: Proporção de trabalhadores I&D (%) - Empresas com trabalhadores I&D - 2019	208
Figura 24: Proporção Exportações/Vendas (%) - Empresas que exportam - 2019	209
Figura 25: Proporção de crédito detido pelo principal banco (%) - 2019	213
Figura 26: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no VAB real por trabalhador (€1000)..	218
Figura 27: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a integrar o decil de empresas	

de maior produtividade	219
Figura 28: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a exportar	220
Figura 29: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na intensidade exportadora	221
Figura 30: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a alocar trabalhadores a I&D	222
Figura 31: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de trabalhadores alocados a I&D no total de trabalhadores	222
Figura 32: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a alocar fundos a investimento em I&D	223
Figura 33: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento em I&D no investimento total	224
Figura 34: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento em I&D no total do ativo	224
Figura 35: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento no total do ativo	225
Figura 36: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio-corrente transformado.....	226
Figura 37: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na rendibilidade dos ativos	226
Figura 38: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na rendibilidade do capital próprio	227
Figura 39: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio do cash-flow sobre os ativos..	227
Figura 40: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio da dívida de curto prazo.....	228
Figura 41: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no interest coverage ratio.....	229
Figura 42: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no número de relações bancárias	230
Figura 43: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na concentração bancária.....	231
Figura 44: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito detido pelo principal banco.	231
Figura 45: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito delinquente	234
Figura 46: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de crédito delinquente....	234
Figura 47: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito perdido	235
Figura 48: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de crédito perdido	235
Figura 49: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito colateralizado.....	236
Figura 50: Proporção de empresas exportadoras	251
Figura 51: Proporção de empresas que investem em I&D.....	251
Figura 52: Proporção de empresas com trabalhador alocado a I&D.....	252
Figura 53: Proporção de empresas com fundos Europeus	252
Figura 54: Distribuição do VAB por trabalhador por grupo de tratamento	253
Figura 55: Proporção de empresas fronteira	253
Figura 56: Distribuição da liquidez por grupo de tratamento	254
Figura 57: Distribuição no leverage por grupo de tratamento	254

Figura 58: Distribuição da rentabilidade dos ativos por grupo de tratamento	255
Figura 59: Distribuição da rentabilidade do capital próprio por grupo de tratamento.....	255

Lista de Tabelas

Tabela 1: Comparação entre os grupos tratado e não tratado	216
Tabela 2: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis associadas à produtividade) - 2019	242
Tabela 3: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis de endividamento e liquidez) - 2019	243
Tabela 4: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis de crédito) - 2019	243
Tabela 5: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis associadas à produtividade) - 2019.....	245
Tabela 6: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis de endividamento e liquidez) - 2019	246
Tabela 7: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis de crédito) - 2019.....	246
Tabela 8: Empresas com capital de risco PT (variáveis associadas à produtividade) - 2019	247
Tabela 9: Empresas com capital de risco PT (variáveis de endividamento e de liquidez) - 2019	248
Tabela 10: Empresas com capital de risco PT (variáveis de crédito) - 2019	248
Tabela 11: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis associadas à produtividade) - 2019	249
Tabela 12: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis de endividamento e de liquidez) - 2019	250
Tabela 13: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis de crédito) - 2019	250

3.1. Introdução

De acordo com as estimativas apresentadas em Alexandre et al. (2017), a produtividade em Portugal permaneceu praticamente estagnada, em termos agregados, desde meados da década de 1990 e ao longo de pelo menos duas décadas. No mesmo período, o contributo dos outros fatores de crescimento (stock de capital, capital humano, horas de trabalho, número de trabalhadores) também foi relativamente pequeno. Por consequência, não admira que este período da economia portuguesa seja descrito como uma “longa estagnação”, na qual houve uma interrupção do processo de convergência com as economias mais avançadas (Alexandre, 2021).

Em Alexandre (2021) argumenta-se que esta interrupção poderá ser um sintoma de que a economia portuguesa está na “armadilha dos países de rendimento intermédio”. Este tipo de situação é caracterizado por uma baixa produtividade marginal do capital, o que significa que a acumulação de capital deixa de contribuir de forma relevante para a manutenção de taxas de crescimento elevadas (Gill & Kharas, 2007). Para escapar a essa armadilha e voltar a acelerar o crescimento, o elemento fundamental é a inovação, que se traduzirá em ganhos de produtividade com grande alcance. Como afirma Aghion (2018), baseando-se nas conclusões de Acemoglu et al. (2006), quanto maior é o nível de desenvolvimento do país, ou seja, quanto mais perto estiver da fronteira tecnológica, maior será o papel da inovação enquanto motor do crescimento.

A inovação beneficia de um ambiente em que há recursos científicos/tecnológicos (do tipo apropriado — ver Aghion et al., 2009) e uma força de trabalho qualificada (incluindo ao nível da gestão), e em que a dimensão do mercado é suficientemente grande para que as empresas possam ganhar escala. A dimensão do mercado pode exceder largamente as dimensões do país se houver abertura ao comércio internacional, a qual também facilitará a difusão do conhecimento tecnológico. O papel da abertura, a par da facilidade de entrada no mercado, também é salientado nas conclusões de Acemoglu et al. (2006) como particularmente importante na promoção do crescimento económico quando o país está mais próximo da fronteira tecnológica.

O Relatório Draghi (Draghi, 2024) sustenta que a própria Europa enfrenta um “desafio existencial” no domínio da produtividade. Sem um maior crescimento da produtividade, a UE não será capaz de financiar os seus objetivos, como a descarbonização, a digitalização e a defesa, que exigem um aumento substancial do investimento (estimado em cinco pontos percentuais do PIB). Um fator que torna indispensável o crescimento da produtividade é que Europa está a entrar num período de declínio populacional. O crescimento da produtividade é necessário para evitar que a redução da população tenha consequências negativas no crescimento económico e na capacidade de financiamento do seu modelo social. Por outro lado, para fechar o hiato que se abriu entre a Europa e os EUA em termos de produtividade, é necessário que a UE reduza o hiato que tem no domínio da inovação relativamente aos

EUA e à China. A UE está a ficar para trás nas tecnologias avançadas e tem tido pouca capacidade para gerar empresas dinâmicas que consigam ser líderes mundiais, tendo também grande dificuldade em reter as poucas que consegue gerar.

O Relatório Draghi apresenta várias razões para as dificuldades europeias, como a falta de um verdadeiro mercado único (com legislação e procedimentos harmonizados nos vários países) e, similarmemente, de um verdadeiro mercado europeu de capitais. A fragmentação incentiva as empresas de elevado crescimento a procurarem mercados maiores no estrangeiro, nomeadamente nos EUA, e dificulta o desenvolvimento dos mercados de capitais europeus. A falta de um mercado único de capitais limita grandemente a capacidade de financiamento da inovação e do investimento necessários para aumentar a produtividade. Com um mercado único de capitais, o custo do capital na Europa seria menor e mais facilmente as poupanças seriam canalizadas para o financiamento do investimento.

O Relatório Draghi enfatiza o problema da dimensão do mercado de capitais na Europa, mas o acesso e o desenvolvimento do mercado de capitais também são elementos importantes quando se discute o crescimento económico. O primeiro capítulo deste estudo debruçou-se sobre a relação entre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento económico numa perspetiva macroeconómica. Nas primeiras secções desse capítulo, foram passados em revista alguns dos principais trabalhos nessa área, partindo da visão favorável de Joseph Schumpeter quanto ao contributo do desenvolvimento financeiro para o crescimento económico, mas referindo igualmente visões alternativas, nomeadamente a possibilidade de o desenvolvimento financeiro se poder tornar excessivo, ou seja, de poder ocorrer uma situação de “excesso de finança” (Arcand et al., 2015). Outra questão importante é a de saber se há formas de desenvolvimento financeiro mais benéficas do que outras. O exemplo mais comum deste tipo de estudo será provavelmente aquele que contrasta os sistemas financeiros baseados em bancos e os sistemas baseados nos mercados bolsistas.

Segundo a leitura que Levine (2005) faz da evidência reportada nos estudos sobre o tema, o peso relativo do sector bancário e dos mercados bolsistas não parece ser muito importante; o importante é ter um sistema financeiro desenvolvido e a funcionar bem. Por exemplo, os resultados apresentados em Wurgler (2000) sugerem que países em que o nível de desenvolvimento financeiro é maior (medido pela dimensão dos mercados bolsistas e de crédito relativamente ao PIB) afetam melhor o capital entre os ramos de atividade (i.e., aumentam o investimento nos ramos em ascensão e diminuem nos que estão em declínio em termos de valor acrescentado). Segundo Wurgler (2000), a melhoria da afetação do capital ocorre através de três mecanismos. Primeiro, mercados bolsistas de maior dimensão incorporam mais informação específica para cada empresa e, portanto, são mais úteis para guiar as decisões dos investidores e dos gestores. Segundo, mercados bolsistas de maior dimensão estão frequentemente associados a economias em que o peso da propriedade pública é menor, pelo que as decisões quanto à afetação dos recursos são ditadas mais por razões económicas do que por razões políticas. Terceiro,

mercados bolsistas de maior dimensão estão também associados a uma maior proteção dos direitos dos investidores e esta maior proteção parece contribuir para reduzir as situações de sobre-investimento em ramos de atividade em declínio — sobre a possibilidade de sobre-investimento, ver na secção seguinte a discussão a propósito de Jensen (1986).

Neste capítulo associado à tarefa 4, a análise centra-se na relação entre o acesso a certas formas de financiamento e o desempenho das empresas. Assim, a amostra e a metodologia usada, bem como a literatura económica que será apresentada na secção seguinte (Revisão de Literatura) como suporte da nossa análise, serão compostas essencialmente por informação estatística, métodos e estudos de carácter microeconómico.

Os temas estudados e a abordagem usada neste capítulo têm muito em comum com o que foi feito no segundo capítulo. Com efeito, no segundo capítulo também se apresentaram resultados acerca da relação entre o acesso a certas fontes de financiamento (mercado de ações, mercado de obrigações e capital de risco) e um conjunto de indicadores do comportamento das empresas. Contudo, há dois aspetos fundamentais em que o presente capítulo se diferencia do segundo capítulo. O primeiro é a amostra: enquanto no segundo capítulo a amostra incluiu empresas dos 27 países da União Europeia, dos quatro países da EFTA e ainda do Reino Unido, neste capítulo usaremos apenas empresas estabelecidas em Portugal. Portanto, os resultados apresentados neste capítulo dirão diretamente respeito à economia portuguesa. Naturalmente, o custo é uma grande redução da dimensão da amostra. A este respeito, é importante notar que, em grande parte, as empresas que usaremos para representar as “empresas com títulos cotados” serão na realidade empresas subsidiárias de empresas com títulos cotados. A razão para isto é o facto de as poucas empresas com títulos cotados serem essencialmente sociedades gestoras de participações sociais. A informação de que dispomos sobre essas empresas não seria útil para discutir questões como a produtividade, as exportações e a inovação, uma vez que a atividade dessas empresas não é uma atividade de produção de bens ou serviços para venda.

O segundo aspeto fundamental que distingue este capítulo do segundo é o conjunto de indicadores de desempenho em que o foco da análise incide. O segundo capítulo discutiu indicadores de natureza mais contabilístico-fiscal, centrando-se na estrutura e no custo do financiamento, nos níveis de liquidez e de investimento, na rendibilidade e no crescimento das vendas, e no nível de fiscalidade. Neste capítulo estaremos interessados em indicadores mais próximos de algumas das questões levantadas pelo Relatório Draghi acerca da produtividade na UE. Mais precisamente, daremos especial destaque a indicadores de produtividade, internacionalização e inovação, procurando avaliar a sua associação com as fontes de financiamento analisadas (ações, obrigações e capital de risco).

O capítulo está organizado da seguinte forma. Na próxima secção faz-se uma revisão da literatura sobre a relação entre o desempenho das empresas e o facto de serem financiadas por títulos transacionados

em bolsas de valores ou por capital de risco. Em seguida, apresentamos as fontes dos dados que serão usados. A descrição da base de dados que foi recolhida dessas fontes está na quarta secção. A quinta secção é dedicada à análise econométrica da relação entre o desempenho da empresa e o seu financiamento. As conclusões são destacadas na sexta secção.

3.2. Revisão de literatura

Dividimos esta secção em duas partes. A primeira parte é dedicada ao impacto que ter títulos cotados numa bolsa de valores pode ter sobre o desempenho duma empresa. A segunda parte transfere a atenção para o efeito de uma fonte alternativa de financiamento: o capital de risco.

3.2.1. O efeito de estar cotado

Como foi referido no segundo capítulo deste estudo, o argumento básico a favor da admissão à cotação em bolsa de uma empresa é que estar cotado em bolsa facilita a obtenção de financiamento. Tendo acesso a mais financiamento, a empresa poderá realizar os investimentos que contribuirão para a maximização do valor da empresa para os acionistas. Entre esses investimentos poderão estar investimentos em inovação e desenvolvimento (I&D) que contribuirão para a introdução de inovações que aumentarão a produtividade. Porém, há fatores que podem modificar esta descrição.

Um dos teoremas mais conhecidos na teoria financeira é o de Modigliani e Miller (Modigliani & Miller, 1958), que diz que a estrutura do capital da empresa não afeta o valor da empresa. Por outras palavras, financiar a empresa através de dívida ou através da emissão de ações não afeta o valor da empresa, calculado como a soma dos valores de mercado da dívida e das ações da empresa. Uma das hipóteses subjacentes ao teorema Modigliani-Miller é que os fluxos de caixa futuros não dependem da estrutura do capital da empresa. Esta hipótese não será válida, por exemplo, no caso de haver custos associados a um eventual processo de falência, ou de o tratamento fiscal dos juros da dívida os favorecer. No primeiro caso (e não havendo um tratamento fiscal favorável), a conclusão seria que a emissão de ações é a melhor opção para o financiamento da empresa. No segundo caso (e não havendo custos de falência), chegaríamos à conclusão oposta: a melhor opção seria financiar a empresa através da emissão de dívida. Contudo, a realidade não valida estas conclusões.

Pensemos no caso do empreendedor que gere a empresa que criou (que poderá ser uma “start-up”) e tem de decidir como a vai financiar: com a sua riqueza pessoal (se a tiver), ou através de dívida, ou através da venda de partes do capital (“ações”). A venda de ações, possivelmente associada à admissão à cotação em bolsa, implica a introdução de algum grau de separação entre a gestão da empresa e a propriedade da empresa, que passa a estar dispersa por um conjunto mais alargado (e variável ao longo do tempo) de acionistas. Jensen & Meckling (1976) notam que a esta separação está associada uma divergência entre os interesses dos gestores e os interesses dos acionistas, a qual origina custos de agência. Neste contexto, os custos de agência são os custos resultantes da necessidade de criar um

enquadramento que reduza o desalinhamento entre o comportamento dos gestores e os interesses dos acionistas, bem como os custos resultantes do desalinhamento que mesmo assim persista. De modo semelhante, também há custos de agência associados à dívida. Se o dono da empresa conseguir financiar a atividade da empresa essencialmente através do recurso ao crédito, a estratégia que lhe interessa seguir é a que tem um risco mais elevado: se correr bem, reembolsa o crédito e fica com o excedente, tendo investido um valor mínimo; se correr mal, perde o pouco que tinha investido, ao mesmo tempo que os credores perdem um valor elevado.

Segundo Jensen & Meckling (1976), a existência destes dois custos de agência constitui uma explicação mais plausível para o recurso em simultâneo ao financiamento via dívida e via ações. O financiamento que a empresa conseguirá obter dependerá da forma como aqueles custos influenciarem as decisões dos credores e dos acionistas quanto aos montantes a disponibilizar. Em geral, a solução para o financiamento da empresa acabará por incorporar tanto dívida como capitais próprios.

Enquanto Jensen & Meckling (1976) centram a análise em empresas geridas por empreendedores que possuem parte do capital, Fama (1980) estuda o caso das grandes empresas. A situação mais comum nas grandes empresas é a gestão ser distinta da propriedade da empresa, nomeadamente se estiverem cotadas em bolsa. Neste caso, Fama (1980) argumenta que os problemas de agência são resolvidos pelo mercado de trabalho dos gestores. Gestores envolvidos na gestão de empresas bem-sucedidas receberão propostas de trabalho mais vantajosas, ao passo que os gestores de empresas com mau desempenho terão piores oportunidades de trabalho futuras. Desta forma, o mercado de trabalho atua como um mecanismo disciplinador da gestão. Para além do mercado de trabalho, também o mercado de capitais desempenha um papel neste processo, ainda que indireto. Com efeito, Fama (1980) sustenta que a avaliação feita pelo mercado de capitais aos títulos emitidos pela empresa (sejam de dívida ou ações) fornece informação ao mercado de trabalho sobre o desempenho da empresa e, por consequência, da sua gestão.

Como também foi referido no segundo capítulo, Jensen (1986) reafirmou a importância dos custos de agência para vários aspetos da vida das empresas ao chamar a atenção para a utilização dada aos fluxos de caixa livres. De acordo com Jensen (1986), nas empresas que geram fluxos de caixa superiores aos necessários para financiar os investimentos rentáveis (projetos com um retorno acima do custo do capital) há um conflito entre os interesses dos acionistas e os interesses da gestão. Para os acionistas, nestas circunstâncias, o melhor seria a empresa usar os fluxos de caixa livres para distribuir dividendos ou para recomprar ações — a escolha dependerá, por exemplo, do enquadramento fiscal de cada uma. Porém, Jensen (1986) argumenta que a preferência dos gestores será usar os fluxos de caixa livres para fazer investimentos que, embora diminuam o valor da empresa (são sobre-investimentos, investimentos

excessivos); a razão avançada para este comportamento é a existência de uma relação entre as remunerações dos gestores e o crescimento das vendas da empresa. Os gestores também poderão querer usar os fluxos de caixa livres para financiar projetos em que têm algum outro interesse pessoal. Como forma de mitigar as consequências para o valor da empresa do problema da agência, Jensen (1986) aponta o recurso em maior escala ao financiamento da empresa através da emissão de dívida. Se a empresa tiver uma maior proporção de dívida na sua estrutura do capital, terá a obrigação de fazer os pagamentos correspondentes ao serviço da dívida, o que reduzirá os fluxos de caixa livres e, portanto, os problemas de agência. O recurso à emissão de dívida sinalizará aos mercados financeiros o compromisso da gestão com os interesses dos acionistas. De forma mais geral, Jensen (1986), tal como Fama (1980), dá algum relevo ao efeito disciplinador dos mercados de capitais. Em especial, Jensen (1986) salienta o papel das aquisições hostis. Porém, a evolução do valor dos títulos da empresa pode também servir como referência para o estabelecimento de contratos de gestão com incentivos para alinhar o interesse dos gestores e dos acionistas — Diamond & Verrecchia (1982) apresentam um exemplo de um modelo em que o contrato ótimo tem essa característica. Esta prática tornou-se mais comum a partir dos anos 1980 (Hall & Liebman, 1998), tendo sido associada a alguns casos famosos de manipulação dos resultados das empresas por parte dos gestores, que assim conseguem inflacionar as suas remunerações (Bergstresser & Philippon, 2006).

Admitamos que nas empresas cotadas em bolsa há, pelo menos em geral, uma maior separação entre a propriedade e a gestão do que nas empresas não cotadas e que, por esse motivo, nas empresas cotadas em bolsa o problema da agência assume uma dimensão mais importante. Neste caso, uma possível interpretação dos argumentos de Jensen (1986) é que as empresas cotadas em bolsa tenderão a investir em excesso e, conseqüentemente, tenderão a investir mais do que as empresas não cotadas. Desse excesso de investimento decorrerá um desempenho inferior e uma perda de valor das empresas cotadas em bolsa—deste ponto de vista, estar cotada em bolsa prejudica o desempenho das empresas (pelo menos enquanto o mecanismo disciplinador não atuar). No entanto, note-se que este argumento contrapõe a empresa cotada em bolsa e com gestão profissional com a empresa fora de bolsa e gerida diretamente pelos donos, mas não identifica os custos que esta alternativa implica, como a falta de capacidade de financiamento das atividades da empresa (o argumento básico que recordámos no início desta secção).

Ainda nos anos 1980, tornou-se popular um argumento radicalmente diferente, mas com uma conclusão igualmente negativa acerca do efeito de estar cotada em bolsa. Resumidamente — Laverly (1996) analisa detalhadamente as questões debatidas —, o argumento assenta na ideia de que os gestores das empresas cotadas têm uma visão de curto prazo (“short-termism”). Mais precisamente, os gestores das empresas cotadas tomam decisões a pensar nos efeitos de curto prazo sobre a cotação da empresa, em

vez de darem prioridade aos interesses de longo prazo da empresa, nomeadamente no que diz respeito às decisões de investimento, com consequências negativas para o futuro da economia. Da leitura de Lavery (1996), bem como de Hirshleifer (1993), sobressai a impressão de que os dados disponíveis não possibilitam que se tirem conclusões fortes acerca da validade deste argumento e, por outro lado, há contra-argumentos que identificam efeitos que podem limitar a importância do problema.

De qualquer modo, ainda recentemente a ESMA (European Securities and Markets Authority, 2020) publicou um estudo sobre o tema, feito na sequência de um desafio lançado pela Comissão Europeia. O estudo interpreta a diminuição do período de detenção das ações pelos investidores, o aumento das transações, a redução do período de permanência dos gestores nas empresas, a redução do peso dos ativos de longo prazo (e o aumento do peso dos ativos de “hedge funds” e de outros “investidores de muito curto prazo”) como significando que o problema da visão de curto prazo está a agravar-se. O estudo apresenta igualmente os resultados de um inquérito sobre as causas do problema. Os resultados do inquérito indicam que o foco no curto prazo resulta principalmente de dois fatores: do comportamento dos analistas de investimentos das instituições financeiras; da remuneração dos gestores de fundos, que tem uma importante componente variável, dependente do desempenho num período usualmente limitado, no máximo, aos últimos quatro anos.

A visão de curto prazo das grandes empresas cotadas em bolsa também é mencionada por Holmstrom (1989) como uma possível explicação para o facto de as empresas inovadoras serem frequentemente pequenas empresas, constituindo as start-ups o exemplo extremo deste fenómeno. Segundo Holmstrom (1989), estando dependente do mercado de capitais para se financiar e dando o mercado de capitais importância ao desempenho passado quando avalia as perspectivas da empresa, uma má decisão de uma grande empresa poderá colocar em causa o seu acesso a financiamento externo, com todas as consequências daí decorrentes. Não querendo correr este risco, a gestão de uma grande empresa não quererá igualmente correr o risco associado a um investimento significativo em produtos que são muito inovadores, mas cujo sucesso comercial está rodeado de incertezas.

Mesmo que o facto de a empresa estar cotada em bolsa não origine uma visão de curto prazo na sua gestão, Holmstrom & Tirole (1993) afirmam que obter o benefício da monitorização que essa cotação em bolsa deverá produzir (como advogado por Fama (1980)) implica suportar outros custos. Esses custos poderão justificar a opção de muitas empresas pela não cotação em bolsa. Segundo Holmstrom & Tirole (1993), o benefício (monitorização) de estar cotada depende da liquidez dos títulos, a qual, por sua vez, depende da estrutura acionista da empresa. No modelo de Holmstrom & Tirole (1993), a dispersão do capital da empresa por mais acionistas corresponde a um aumento da liquidez das ações da empresa. Nem todos os acionistas farão transações apenas com base nas perspectivas da empresa; em

cada momento, uma parte fará transações para obter ou aplicar liquidez (“liquidity traders”). Estas transações representam oportunidades para os agentes mais informados acerca do valor da empresa realizarem bons negócios sem que tenham de revelar totalmente a informação de que dispõem. Quanto mais acionistas a empresa tiver, mais oportunidades destas haverá, ou seja, mais compensador será ter informação acerca da empresa. Em certo sentido, a liquidez das ações da empresa mede o incentivo para os agentes monitorizarem a atividade da empresa. A monitorização da atividade da empresa produz informação que, através das transações bolsistas, acaba por se refletir na sua cotação. Este efeito na cotação será imperfeito, como argumentam Grossman & Stiglitz (1980), mas ainda assim deverá contribuir para disciplinar os gestores e melhorar a afetação dos recursos — há um benefício social para lá do benefício privado obtido pelos agentes informados. Contudo, o ganho dos agentes informados resulta de uma perda dos “liquidity traders”. Para que compense a estes investir em ações, o preço inicial das ações terá de ser mais baixo. Desta forma, concluem Holmstrom & Tirole (1993), o custo da monitorização acabará por ser suportado pelos donos iniciais da empresa e será tanto maior quanto maior for a liquidez. Nestas condições, uma dispersão da estrutura acionista nem sempre será desejável para os atuais donos da empresa.

Outro motivo pelo qual a emissão de ações para financiar projetos de investimento da empresa poderá não ser do interesse dos atuais donos da empresa é dado por Myers & Majluf (1984). Myers & Majluf (1984) estudam a situação em que a empresa tem de decidir se emite ações para financiar um investimento (que sabe ser rentável), ou se não emite as ações e, não tendo esse financiamento, desiste do projeto de investimento. No modelo de Myers & Majluf (1984) há duas hipóteses fundamentais: os gestores da empresa estão alinhados com os interesses dos atuais donos; os gestores têm mais informação acerca da empresa do que o mercado. Mais precisamente, a assimetria da informação toma a seguinte forma: o mercado sabe quais são os possíveis perfis de rendimento que a empresa pode ter, mas, ao contrário dos gestores, não sabe o perfil que de facto se verifica. Simplificadamente, o valor de mercado da empresa subestimar o valor verdadeiro no caso de o perfil de rendimento da empresa ser superior à média dos perfis possíveis, e sobre-estimar esse valor no caso contrário. Emitir ações quando o seu valor é subestimado pelo mercado prejudicará os atuais donos da empresa. Se a perda for suficientemente grande, poderá levar a gestão da empresa a não emitir as ações e perder a oportunidade de efetuar um bom investimento. Nesse caso extremo, a decisão de não investir sinaliza aos mercados que a empresa vale mais do que o atual valor de mercado, acabando por ser uma “boa notícia” acerca da empresa. Pelo contrário, avançar com o projeto de investimento e com a emissão de ações significa que a empresa está sobre-avaliada e levará a uma queda da cotação. No cenário estudado por Myers & Majluf (1984), o melhor para os atuais donos seria financiar o projeto de investimento através de fundos internos, recorrendo em seguida, se necessário, à emissão de dívida (que tem custos de emissão, mas possivelmente com benefícios fiscais) e, em último lugar, à emissão de ações (que também tem custos

de emissão, em princípio sem benefícios fiscais, e que gera os problemas de assimetria da informação referidos acima) — é a “pecking-order theory” referida no segundo capítulo. Note-se que Fulghieri & Lukin (2001) introduzem elementos no modelo que podem alterar esta conclusão — fazendo a emissão de ações ser preferível à emissão de dívida —, nomeadamente a possibilidade de os investidores também obterem informação sobre a empresa, se estiverem dispostos a suportar os custos respetivos.

No modelo de Myers & Majluf (1984), a gestão da empresa possui informação que revela ao mercado através das suas decisões. Nos modelos associados ao “q de Tobin” — em especial, Brainard & Tobin (1968) e Tobin (1969) —, o comportamento ótimo da empresa é tal que o investimento é determinado como função do valor de mercado da empresa, que os gestores da empresa tomam como um dado. Mais propriamente, o investimento depende do quociente entre o preço do capital existente (a avaliação que o mercado faz da empresa) e o preço de produzir uma unidade de capital (o custo de reprodução, ou reposição, do capital) — este rácio é o “q de Tobin”. No modelo do “q de Tobin”, a empresa deve continuar a investir enquanto o rácio for superior a um, isto é, enquanto as oportunidades de investimento disponíveis gerarem rendimentos que superam o custo do investimento. Desta forma, o investimento é tanto maior quanto maior for o “q de Tobin”. Lucas & Prescott (1971) afirmam expressamente que, neste modelo, a empresa não precisa de ter o trabalho de calcular o valor dos rendimentos que irá gerar, pois o mercado de capitais faz esse trabalho por ela; a empresa tem apenas de investir de acordo com essa informação. Naturalmente, esta visão extrema (e muito influente nos estudos sobre investimento empresarial) não é consensual. Por exemplo, Bosworth (1975) afirma que a gestão duma empresa não reagiria às flutuações de curto prazo da cotação bolsista, que vê como muito volátil. Por outro lado, a aplicação prática do “q de Tobin” é complicada. A abordagem simples usa, basicamente, o quociente entre o valor de mercado da dívida e das ações da empresa e o valor contabilístico dos seus ativos — um exemplo recente é dado por Chen et al. (2022). Este quociente estima o chamado “q médio”, que corresponde em certa medida à definição dada por Tobin (1969). Contudo, Hayashi (1982) mostra que, num modelo mais geral do comportamento duma empresa, o “q médio” difere do “q marginal” e que é o “q marginal” que determina as decisões de investimento. O “q marginal” é o quociente entre o valor de mercado de uma unidade adicional de capital e o seu custo de reposição. A dificuldade que se coloca é que, para lá da utilização do “q médio” como proxy, não há uma forma evidente de estimar o “q marginal” — o trabalho de Gala et al. (2024) é um exemplo de uma proposta recente de resolução deste problema.

Apesar da enorme popularidade do “q de Tobin” nos estudos sobre o investimento das empresas, os resultados empíricos são muitas vezes vistos como pouco favoráveis a esse modelo. Erickson & Whited (2000) atribuem a aparente falha da teoria precisamente aos erros de medida no cálculo do “q de Tobin” usado nas estimações. Em particular, Erickson & Whited (2000) veem o estudo de Fazzari et al. (1988),

bem como os muitos estudos que inspirou, como fortemente afetado por este problema. Fazzari et al. (1988) estimam modelos em que o investimento de cada empresa (dividido pelo stock de capital) depende do “q de Tobin” da empresa e do seu fluxo de caixa (também dividido pelo stock de capital). Segundo o modelo do “q de Tobin”, variáveis adicionais como o fluxo de caixa não são necessárias para as decisões de investimento. O facto de nos resultados apresentados por Fazzari et al. (1988) o fluxo de caixa ser estatisticamente significativo e contribuir para um aumento claro da capacidade explicativa do modelo, leva-os a concluir que o modelo do “q de Tobin” está incompleto. Fazzari et al. (1988) separam as empresas da sua amostra (limitada a empresas com crescimento das vendas, ou seja, que provavelmente querem investir) em três classes de acordo com o peso dos dividendos nos resultados. Estimam o modelo para cada classe separadamente e obtêm coeficientes para os fluxos de caixa mais elevados para a classe de empresas em que aquele peso é menor. Admitindo que as empresas que distribuem relativamente menos dividendos estão nessa classe porque precisam dos fundos gerados internamente para financiar o investimento, reduzindo por isso os dividendos distribuídos, Fazzari et al. (1988) concluem que essas empresas têm restrições de liquidez e que a maior sensibilidade aos fluxos de caixa é uma consequência dessa situação. Note-se que Fazzari et al. (1988) também usaram variáveis relacionadas com o nível de liquidez da empresa, calculadas a partir do seu balanço (“caixa e equivalentes” e “capital circulante menos existências”, medidas no início do período, antes do investimento), com resultados a que atribuíram a mesma interpretação. A utilização dos fundos gerados internamente pode ser explicada pela diferença entre o custo desses fundos e o custo de fundos externos, tal como na “pecking-order theory”.

Enquanto no modelo do “q de Tobin” a informação dada pelo mercado diz respeito ao valor das oportunidades de investimento da empresa (“q marginal”), no modelo desenvolvido por Dow & Gorton (1997), o comportamento da cotação da empresa fornece informação de dois tipos: quando a empresa tem a possibilidade de iniciar projetos de investimento, o mercado informa acerca do valor das oportunidades de investimento da empresa (função prospetiva); quando a empresa está desenvolver projetos de investimento já iniciados, o mercado informa acerca da qualidade das decisões tomadas pela gestão da empresa, ou seja, acerca da qualidade da gestão da empresa (função retrospectiva). No primeiro caso, se a cotação dos títulos da empresa for elevada, o mercado estará a dizer que acredita que a empresa tem boas oportunidades de investimento à sua disposição. No segundo caso, se a cotação dos títulos da empresa descer, o mercado estará a dizer que entende que a gestão da empresa tomou más decisões. No modelo, para que os investidores tenham interesse em obter informação sobre a empresa, é necessário que a evolução da cotação tenha algum efeito benéfico sobre a empresa — se a cotação for elevada porque o mercado vê boas possibilidades para a empresa, mas a gestão da empresa ignorar essas possibilidades, a compra dos títulos da empresa a um preço elevado terá sido um erro. Para que valha a pena suportar os custos de produzir informação sobre a empresa e transacionar os títulos com base nessa

informação, é necessário que os gestores tenham um incentivo para seguirem os sinais dados pelo mercado, nomeadamente que a remuneração dos gestores dependa da cotação dos títulos da empresa.

Tendo como inspiração, em parte, o trabalho de Roll (1988), Morck et al. (2000) argumentam que um elevado grau de sincronização dos movimentos dos preços das ações tem essencialmente duas explicações: os “fundamentos” (a informação relevante acerca do desempenho da empresa) podem estar fortemente correlacionados entre as empresas; os direitos dos investidores podem estar pouco protegidos, reduzindo o incentivo para obter informação sobre cada empresa e transacionar com base nessa informação específica sobre cada empresa. O seu estudo empírico, baseado na análise do grau de sincronização dos movimentos das cotações em países com diferentes níveis de desenvolvimento, rejeita a primeira hipótese e favorece a segunda. Morck et al. (2000) avaliam o grau de sincronização de duas formas. A primeira é baseada no cálculo, em cada período (no caso, semanal), da proporção das ações cujos preços sobem e da proporção das ações cujos preços descem. Na amostra, a fração das ações numa das categorias (ou todas a subir, ou todas a descem) excede frequentemente os 80% em países como a China, enquanto nos EUA não ultrapassa os 57%, estando usualmente na casa dos 40%. A segunda, baseada em Roll (1988), consiste no cálculo do quadrado do coeficiente de correlação múltipla (R-quadrado) numa regressão em que a variável dependente são os retornos das ações em cada período e a variável explicativa são os retornos do índice de mercado respetivo, possivelmente incluindo também, no caso de países que não os EUA, os retornos do mercado dos EUA. Um R-quadrado elevado é interpretado como significando que os movimentos das ações têm um elevado grau de sincronização, sendo menos importante a informação específica de cada empresa. Morck et al. (2000) concluem que os mercados acionistas são menos úteis enquanto “processadores de informação económica” (p. 259) em países emergentes do que em economias avançadas, e que tal é, pelo menos em parte, uma consequência das suas instituições. Nomeadamente, argumentam que as instituições nos países emergentes tendem a dar menor proteção aos direitos de propriedade e aos investidores externos à empresa, desincentivando a incorporação nas transações de informação específica sobre cada empresa.

Durnev et al. (2004) relacionam o “q marginal” com a componente de informação específica de cada empresa que está incorporada na cotação das suas ações. O argumento é o seguinte. Quanto maior for o “q marginal”, mais longe do ótimo está o stock de capital da empresa e mais a empresa deve investir. Numa situação de eficiência da afetação do capital, o “q marginal” será igual a 1 e a empresa terá o nível ótimo de capital. Deste ponto de vista, a diferença entre o “q marginal” e a unidade é uma medida da ineficiência da afetação do capital. Se a cotação das ações da empresa de facto for informativa para os gestores acerca do valor das oportunidades de investimento da empresa, então a ineficiência deverá ser tanto menor quanto maior for o peso da informação específica da empresa incorporada nessa cotação — é esta a hipótese que Durnev et al. (2004) testam. Para medir o peso da informação específica na

cotação de cada ação seguem uma abordagem baseada em Roll (1988) e Morck et al. (2000). Contudo, a estimativa do “q marginal” que usam é uma estimativa da média do “q marginal” em cada ramo de atividade, sendo os modelos estimados ao nível da indústria. Assim, nas regressões, a variável dependente é essa média do “q marginal” e o interesse está no coeficiente da variável que mede o peso da variância da informação específica incorporada nas cotações das empresas de cada indústria.

Os resultados de Durnev et al. (2004) podem ser lidos como sugerindo que a informação produzida pelo mercado bolsista contribui para o aumento da produtividade na economia. Outro estudo cujas conclusões podem ser interpretadas de forma similar é o de Luo (2005). Os resultados apresentados por Luo (2005) indicam que os gestores das empresas são influenciados pela reação dos mercados quando tomam decisões quanto a fusões e aquisições, avançando com a implementação das propostas quando o anúncio inicial é bem recebido pelos mercados e recuando ou revendo as propostas quando é mal recebido. Mais do que isso, Luo (2005) argumenta que os resultados favorecem a hipótese de essa influência dos mercados estar associada à transmissão de informação dos mercados para os gestores — os gestores aprendem com o mercado.

A abordagem empírica de Durnev et al. (2004), tal como a da generalidade dos estudos nesta área, é baseada em dados observacionais. Evidentemente, para que os resultados possam ter uma interpretação mais convincente em termos de causalidade, o ideal será dispor de dados gerados por uma experiência. Porém, a natureza do tema não se presta à realização de experiências de campo. Chen et al. (2022) usam uma quase-experiência para estudar a transmissão de informação do mercado bolsista para os gestores, avaliada pela sensibilidade do investimento relativamente ao “q de Tobin”, no contexto chinês. A quase-experiência resulta de uma alteração introduzida nas bolsas de valores de Shanghai e Hong Kong, a qual possibilitou aos investidores de cada bolsa investir num certo conjunto de ações cotadas na outra bolsa. Essa alteração possibilita a identificação de dois grupos de empresas: as que passaram a poder ser transacionadas pelos investidores das duas bolsas (o potencial “grupo de tratamento”) e as que continuaram a ser transacionadas apenas numa bolsa (o potencial “grupo de controlo”). Note-se que as empresas foram selecionadas para poderem ser transacionadas pelos investidores das duas bolsas por estarem incluídas em certos índices; não se tratou de uma decisão das próprias empresas (“auto-seleção”). Note-se ainda que o facto de estarem incluídas em certos índices sugere que teriam, em geral, características diferentes das características das outras empresas. Como as empresas tratadas não foram escolhidas aleatoriamente — é uma quase-experiência —, não será muito convincente argumentar que as diferenças que existam no desempenho posterior dos dois grupos são uma consequência do tratamento. Daí que Chen et al. (2022) tenham de refinar o grupo de controlo recorrendo a uma metodologia usada em estudos observacionais para robustecer as conclusões quanto à causalidade: *propensity score matching*. Seguindo esta metodologia, começamos por, para cada empresa tratada,

encontrar no grupo das não tratadas uma ou mais empresas com características semelhantes às da empresa tratada, de forma a que tivessem a mesma propensão a serem tratadas. Essa ou essas empresas serão usadas como termo de comparação para aquela empresa tratada e, portanto, serão incluídas no grupo de controlo. Depois de identificadas essas empresas, Chen et al. (2022) estimam um modelo “difference-in-differences” (com variáveis de controlo) usando a amostra composta pelas empresas tratadas e pelas empresas selecionadas pelo *propensity score matching*. O modelo “difference-in-differences” estima o efeito do tratamento supondo que, caso o tratamento não tivesse sido aplicado, a variação da variável dependente teria sido igual nos dois grupos.

A medida do peso da informação específica na cotação de cada ação baseada em Roll (1988), que, como referimos, foi usada, entre outros, por Durnev et al. (2004), não é a única medida proposta com esse fim. Por exemplo, Bennett et al. (2020) estudam o efeito de estar cotado sobre a produtividade usando, além da medida baseada em Roll (1988), uma medida alternativa, baseada em Easley et al. (1996) e Easley et al. (2002). Easley et al. (1996) e Easley et al. (2002), entre outros trabalhos dos mesmos autores, usam versões de um modelo com fundamentos microeconómicos da estrutura do mercado de títulos para deduzir a probabilidade de uma transação envolver investidores com informação privada acerca do título. Esta probabilidade de transacionar com base em informação (“probability of information-based trading”, PIN) é introduzida, com desfasamento, por Bennett et al. (2020) numa regressão em que a variável dependente é a produtividade (medida pela produtividade total dos fatores) e as variáveis de controlo incluem o total dos ativos, o “q de Tobin”, o peso da caixa nos ativos, o peso da dívida relativamente aos ativos e o peso da despesa em I&D nos ativos. Bennett et al. (2020) concluem que a informação presente nas cotações tem um efeito positivo sobre a produtividade das empresas. Além disso, argumentam que esse efeito poderá resultar do facto de, quando a cotação contém mais informação, uma evolução insatisfatória da cotação dar mais frequentemente origem a mudança de CEO.

3.2.2. O desempenho das empresas financiadas por capital de risco

A literatura sugere que o capital de risco pode ter um impacto significativo no desempenho das empresas. Esta breve nota sobre o tema baseia-se essencialmente em Lerner & Nanda (2020), que revê a literatura centrada na inovação, e em Haslanger et al. (2023) e Pantea & Tkacik (2024), que apresentam meta-análises recentes.

Os efeitos do capital de risco salientados na literatura abrangem várias dimensões da atividade da empresa. Sendo o capital de risco uma fonte de financiamento, não surpreende que o capital de risco

seja visto como tendo um impacto positivo sobre a expansão das empresas, medido pelo crescimento do emprego, das vendas e dos ativos (Pantea & Tkacik, 2024). Já quanto ao efeito do capital de risco sobre o desempenho financeiro (por exemplo, crescimento das receitas, obtenção de novos financiamentos, diminuição da probabilidade de falência), não é claro na literatura que esse efeito seja positivo (Haslanger et al., 2023), embora haja estudos a apontar nesse sentido (Lerner & Nanda, 2020). Pantea & Tkacik (2024) citam estudos cujos resultados indicam que o capital de risco diminui a sensibilidade do investimento das empresas relativamente ao fluxo de caixa, sugerindo uma diminuição das restrições financeiras.

O investimento de capital de risco tem também sido associado ao aumento da inovação, normalmente medida através de patentes e citações de patentes. Alguns estudos argumentam que este efeito sobre a inovação está associado à monitorização da atividade da empresa feita pelo investidor de capital de risco (Bernstein et al., 2016). Outros estudos salientam o papel do capital de risco empresarial (ou “corporativo”), que poderá beneficiar de um maior conhecimento específico e/ou de maior tolerância ao risco de insucesso relativamente ao capital de risco estatal e ao capital de risco independente (Chemmanur et al., 2014).

3.3. Fontes de dados

Os dados utilizados neste capítulo foram disponibilizados pelo Banco de Portugal e pela CMVM. Utilizamos as seguintes bases de dados do Banco de Portugal: Central de Balanços, Central de Responsabilidades de Crédito, Grupos Económicos, e Sistema de Incentivos. Os dados disponibilizados pela CMVM foram os seguintes: Empresas Cotadas, Empresas com Obrigações, Empresas com Emissão Privada de Dívida e Empresas com Capital de Risco de origem nacional. Em todas as bases de dados foi disponibilizada informação sobre o universo de empresas. A informação recebida está anonimizada e com um identificador único que permite ligar as diferentes empresas ao longo do tempo entre diferentes bases de dados.

A Central de Balanços (CB) (BPLIM, 2024a) é uma base de dados longitudinal desenvolvida pelo Banco de Portugal que reúne informação económica e financeira das empresas não financeiras em Portugal. Esta base de dados está organizada em cinco secções: informação geral, dados económicos e financeiros (balanço e demonstração de resultados), dados sobre o emprego, informação de comércio internacional por mercado e ações societárias. Os dados são coletados anualmente e anonimizados, permitindo o seguimento das empresas ao longo do tempo, desde 2006 até 2021. As variáveis foram harmonizadas para assegurar a comparabilidade ao longo do período, tendo em conta a transição do Plano Oficial de Contabilidade (POC) para o Sistema de Normalização Contabilística (SNC) em 2010.

Entre outros indicadores, esta base de dados permite a construção das métricas de performance das empresas.

A base de dados de Responsabilidades de Crédito (CRC) (BPLIM, 2024b), disponibilizada também pelo Banco de Portugal, contém informação detalhada sobre a oferta de crédito em Portugal, abrangendo tanto empresas residentes como não residentes. A CRC permite analisar créditos em diferentes estágios, desde regular e potencial até renegociados ou em incumprimento, entre outras informações. As séries temporais foram harmonizadas para garantir a sua consistência, considerando alterações legislativas e institucionais ao longo do tempo. Considerando as alterações que a CRC registou ao longo do tempo, e tomando como ponto essencial a harmonização da informação, apenas foram utilizados dados a partir de 2009. À semelhança das restantes bases de dados, a informação está anonimizada, garantindo a confidencialidade dos dados.

A base de dados dos Grupos Económicos (GE) (BPLIM, 2024c), igualmente disponibilizada pelo Banco de Portugal, fornece informação sobre participações no capital social e nos direitos de voto das empresas não financeiras que operam em Portugal. Esta base de dados contém observações anuais desde 2014, abrangendo tanto entidades residentes como não residentes relacionadas por vínculos de participação. A informação é obtida através do relatório obrigatório da Informação Empresarial Simplificada (IES) e complementada com outras fontes, como o *EuroGroups Register* e o *Register of Institutions and Affiliates Database*. A base de dados contém informação relativa ao Nível da Participação, que regista as relações entre entidades participantes e participadas. Os registos incluem variáveis como a percentagem de participação no capital social e nos direitos de voto. Para o presente trabalho é utilizada a primeira fonte de informação, Nível da Participação, que nos permite identificar o conjunto de empresas subsidiárias (diretas e indiretas) de empresas com ações ou obrigações cotadas. Estes dados estão também anonimizados.

A quarta base de dados, acedida também através do BPLIM/Banco de Portugal, contém informação sobre os Sistemas de Incentivos (SI) (BPLIM, 2023), reunindo informação detalhada sobre projetos submetidos aos sistemas de incentivos financiados pelo Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional (FEDER) e pelo Fundo Social Europeu (FSE). Esta base de dados abrange os quadros comunitários QREN (2007-2013) e PT2020 (2014-2020), incluindo tanto candidaturas aprovadas quanto não aprovadas. As variáveis disponíveis abrangem características do projeto, investimentos, incentivos contratados, despesas públicas e execução dos projetos. Informações adicionais incluem o estado das candidaturas, pontuações atribuídas e detalhes sobre os tipos de incentivos (reembolsáveis e não reembolsáveis).

A CMVM disponibilizou a segunda tipologia de dados. Estes dados, previamente anonimizados,

indicam as empresas com ações e/ou obrigações cotadas, as empresas com emissão privada de dívida e as empresas beneficiárias de capital de risco de origem nacional. O primeiro grupo de dados, empresas com ações e/ou obrigações cotadas, está disponível para o período a partir de 2006. Estes dados identificam a capitalização bolsista e a quantidade e valor nominal de obrigações cotadas. Relativamente à emissão privada de dívida, os dados registam o tipo de título, a data de liquidação, tipo de taxa de juro e valor nominal emitido pelas empresas, desde 2006. 96,9% das operações, correspondente a 86,7% do valor nominal emitido, dizem respeito a emissões de papel comercial¹.

3.4. Descrição dos dados e caracterização da economia

A base de dados da CB contém empresas não financeiras registadas em Portugal. Apenas retivemos as sociedades por quotas, sociedades anónimas, ou com estatuto jurídico em atribuição. Eliminámos empresas cujo indicador de atividade económica é ignorado/desconhecido, ou que não é especificado e também empresas que se encontram em fim de atividade, ou as que foram dissolvidas ou liquidadas. Finalmente, eliminámos as empresas do setor doméstico, do setor da administração pública e defesa, e do setor extraterritorial. A base de dados após estes filtros resulta num conjunto de dados com um total de 821 219 empresas entre 2006 e 2021, correspondendo a um total de 6 188 349 registos para todo o período.

De forma a garantir a compatibilidade com as restantes bases de dados e tendo por base a amplitude temporal da CB, as análises desenvolvidas derivam do período compreendido entre 2006 e 2021, exceto quando especificado outro horizonte temporal. A generalidade das estatísticas descritivas anuais apresentadas no texto reportam ao ano de 2019 (exceto quando indicação contrária) de forma a não reportar valores condicionados pela pandemia COVID-19.

Começando pela caracterização da população de empresas, observamos um número médio de cerca de 387 mil empresas por ano, evoluindo de 330 968 em 2006 para 468 354 empresas em 2021 (ver Figura 1). Em média, as empresas são observadas ao longo de 7,5 anos. Em 2021, o número total de trabalhadores ao serviço de empresas registadas na CB é de cerca de 3 milhões, com uma dimensão média das empresas de 8,4 trabalhadores. Note-se que 50% das empresas têm no máximo 2 trabalhadores, 72% tem menos de 5 e cerca de 87% tem menos de 10 trabalhadores. As mil maiores empresas, em termos de número de trabalhadores, empregam 241 ou mais trabalhadores, representando aproximadamente 27% dos trabalhadores das empresas observadas.

¹ Estes valores mobiliários representam dívida de curto-prazo (maturidades inferiores a 397 dias).

Figura 1: Distribuição do total de empresas ao longo do tempo

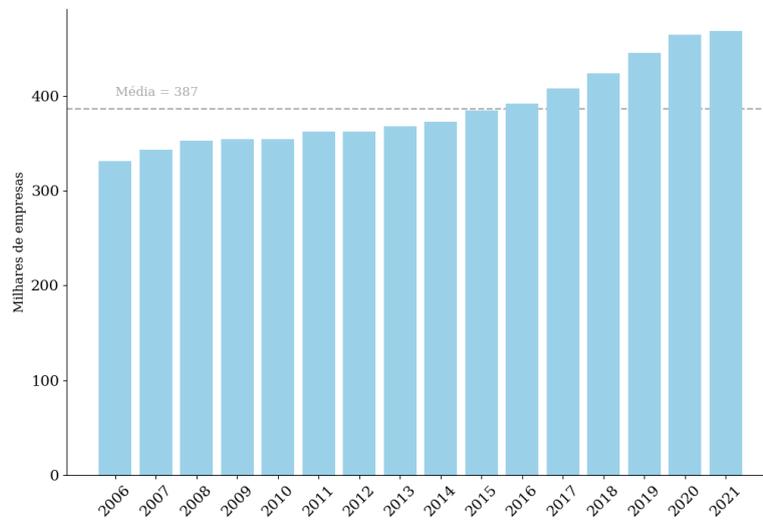
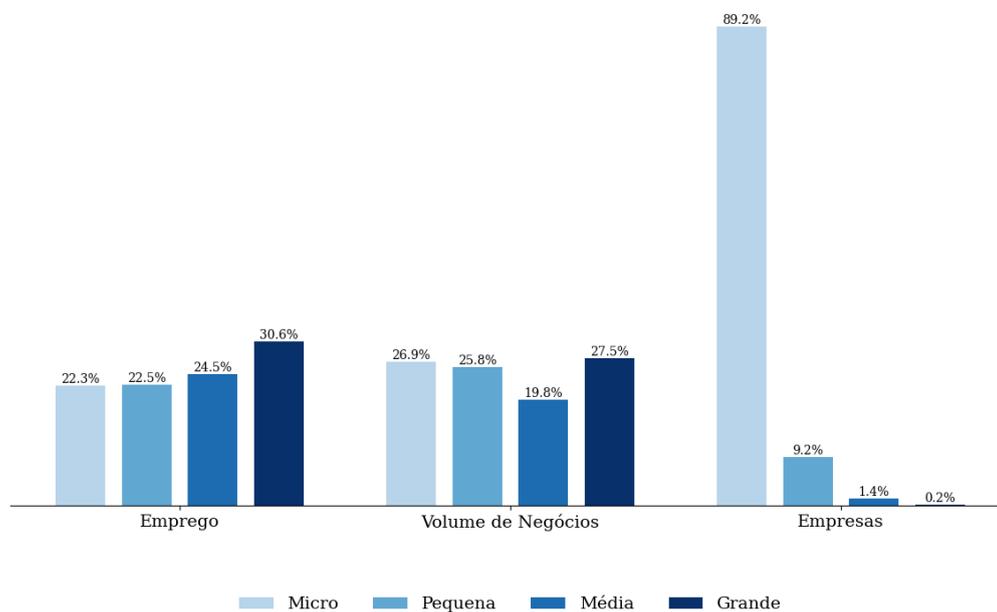


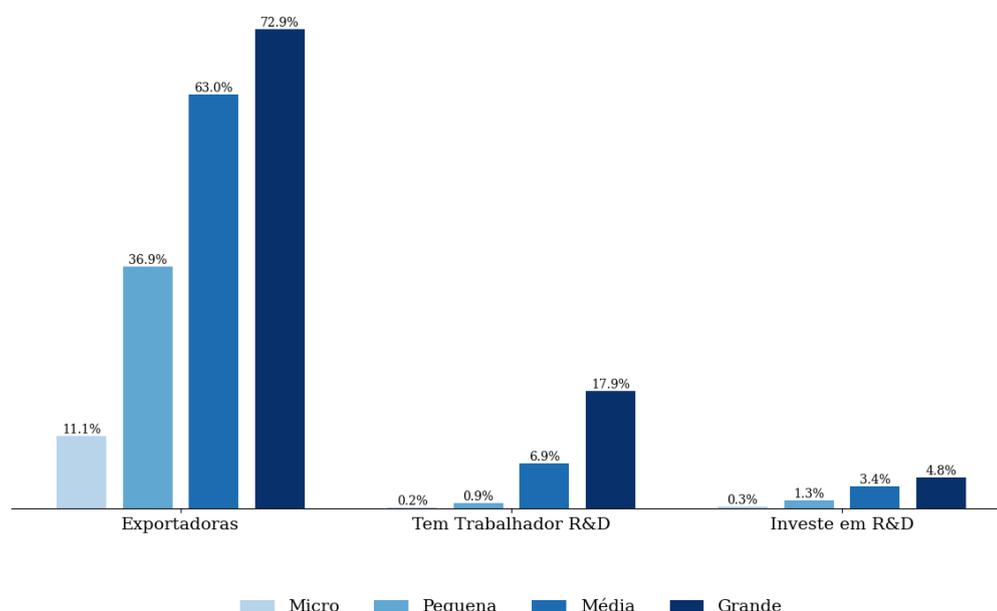
Figura 2: Distribuição do emprego, volume de negócios e número de empresas por dimensão - 2019



Para o ano de 2019, olhando para as empresas agregadas por dimensão – Figura 2 e Figura 3 – concluímos que as médias e grandes empresas representam 55,1% do emprego, 47,3% do volume de

negócios e apenas 1,6% das empresas (7140). As microempresas, apesar de representarem quase 90% das empresas, apenas representam cerca de 22% do emprego e 27% do volume de negócios. Focando a atenção na vertente exportadora e de I&D, concluímos à medida que observamos empresas de maior dimensão observamos também uma maior incidência de empresas exportadoras e de empresas que investem em I&D. Entre as grandes empresas, cerca de 73% são exportadoras, quase 18% têm pelo menos um trabalhador alocado a I&D e 4,8% alocaram fundos a investimento em I&D. Entre as empresas de menor dimensão, a realização de investimento em I&D é residual e apenas 36,9% das pequenas empresas são exportadoras, enquanto apenas 11,1% das micro empresas exportaram são exportadoras.

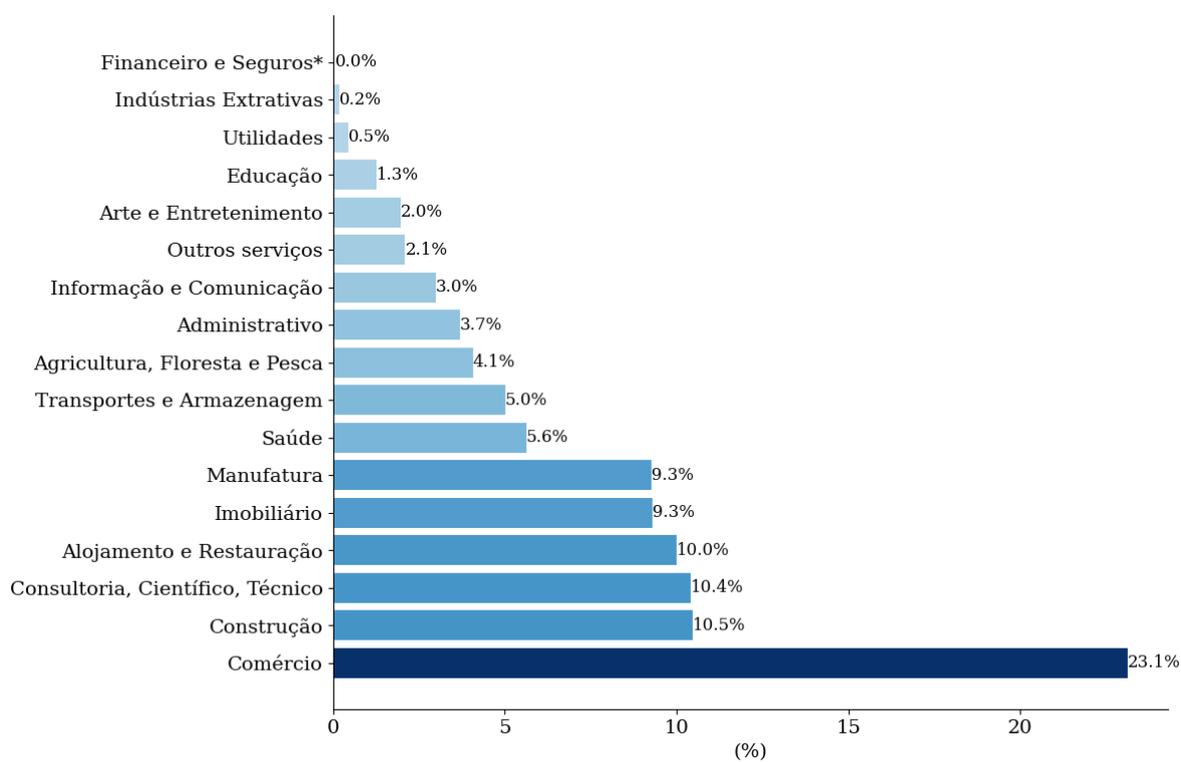
Figura 3: Perfil exportador e de I&D por dimensão da empresa - 2019



A Figura 4 mostra-nos que quase um quarto das empresas está no setor do Comércio, seguindo-se a Construção, as atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e similares, o Alojamento e a Restauração, o Imobiliário e a Manufatura, cada um com cerca de 10% das empresas e em conjunto representando cerca de metade das empresas. Entre os restantes setores destaca-se o peso da Saúde, 5,6%, e da Informação e Comunicação, 3%.²

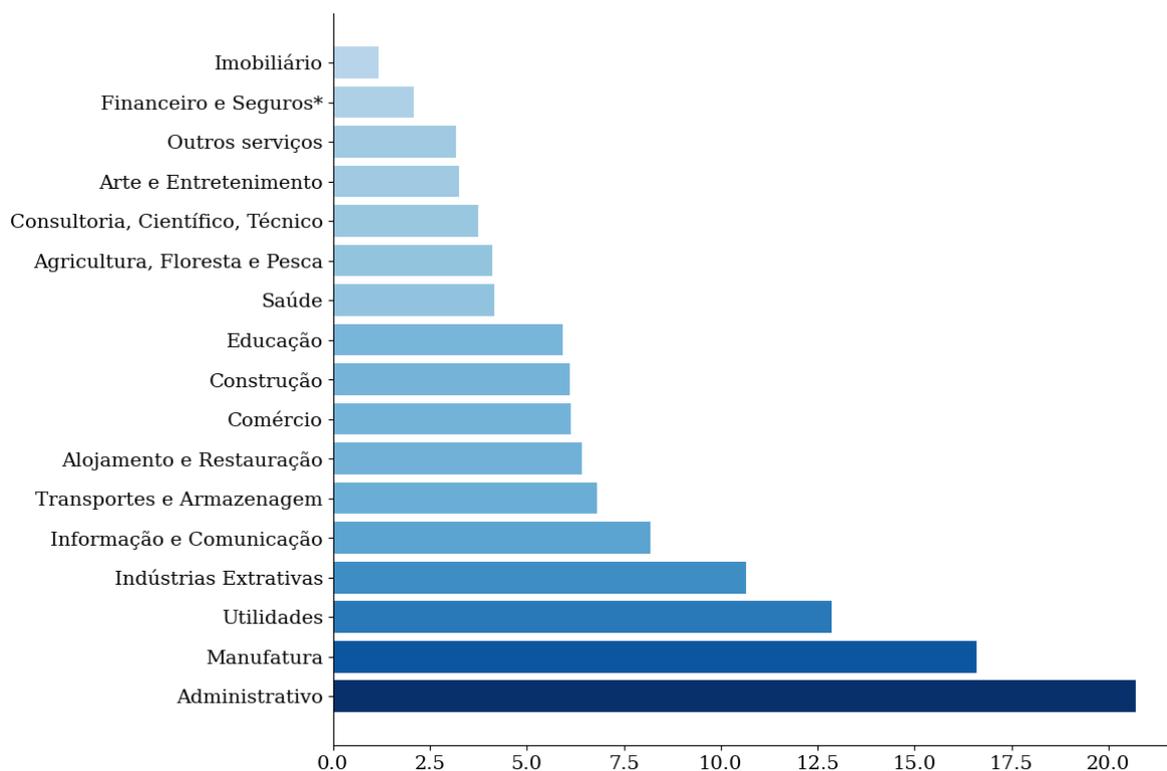
² O setor 'Financeiro e Seguros*' corresponde às atividades económicas com o código 64, Atividades de serviços financeiros,

Figura 4: Distribuição das empresas por setor de atividade económica - 2019



exceto seguros e fundos de pensões, 65, Seguros, resseguros e fundos de pensões, exceto segurança social obrigatória, e 66, Atividades auxiliares de serviços financeiros e dos seguros. Por se tratarem de empresas financieras, os bancos encontram-se também excluídos da base de dados.

Figura 5: Número médio de trabalhadores por setor de atividade económica - 2019



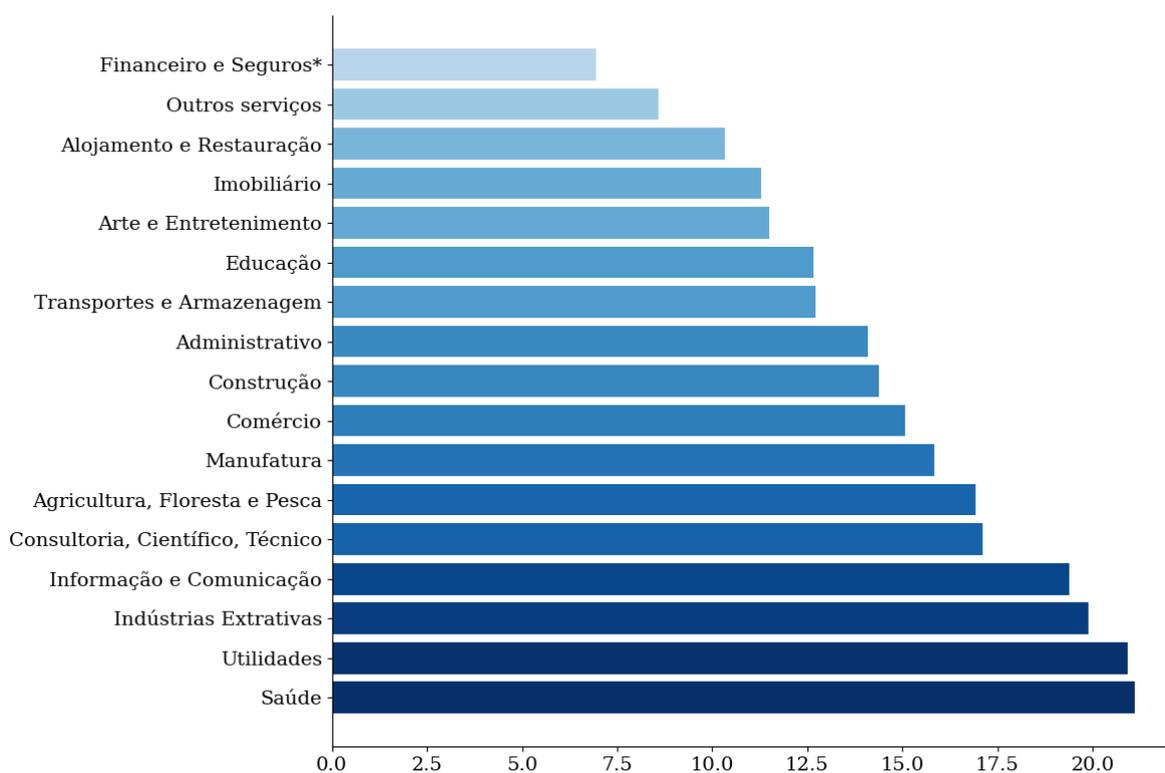
Em termos de dimensão média das empresas, a

Figura 5 mostra que o setor com empresas de maior dimensão é o Administrativo, com quase 21 trabalhadores por empresa, seguido da Manufatura (17 trabalhadores) e das Utilidades (13 trabalhadores). Em 2019, o número médio de trabalhadores entre as cerca de 445 mil empresas é de 6,8

(uma mediana de dois trabalhadores). Setores como Alojamento e Restauração, Construção e Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas, ou Similares, registam um número médio de trabalhadores de 6,4, 6,1, e 3,8 trabalhadores, respetivamente.

A produtividade média das empresas portuguesas, medida pelo valor acrescentado bruto (VAB) por trabalhador, em 2019 é de €23,4 mil, sendo a mediana de €14,6 mil. De acordo com os dados da Figura 6, os setores de maior produtividade mediana das empresas incluem a Saúde, as Utilidades, a Informação e Comunicação, com valores de €21,1 mil, €20,9 mil e €19,4 mil, respetivamente. Destacam-se os baixos níveis de produtividade de setores como o Alojamento e Restauração e Imobiliário, com produtividade mediana das empresas abaixo dos €12 mil.

Figura 6: Mediana do VAB por trabalhador (€1000) - 2019



Os setores com maior incidência de empresas exportadoras são a Manufatura (35% das empresas neste setor são exportadoras), a Informação e Comunicação (29,5%) e as Indústrias Extrativas (26,7%) – ver a Figura 7. A percentagem de empresas exportadoras no setor do Comércio é inferior a 20%, enquanto

nas Atividades de Consultoria, Científica, Técnica e Similares é de 15,8%.

No que diz respeito às atividades de I&D, de modo geral, tanto a incidência de empresas com trabalhadores alocados a I&D como os valores desse investimento são baixos – ver Figura 8, Figura 9 e

Figura 10. Destacam-se os setores da Informação e Comunicação, da Manufatura, das Utilidades e da Agricultura, Floresta e Pesca. Nos dois primeiros, a incidência de empresas que empregam pelo menos um trabalhador I&D é superior a 1%; os restantes setores apresentam incidências inferiores a 0,8%. Apenas no último (Agricultura, Floresta e Pesca), a percentagem de empresas que investe em I&D ultrapassa os 1,2%. Apenas nos primeiro e terceiro, o investimento em I&D, como percentagem do ativo, ultrapassa o 6% – atinge 13,7% nas Utilidades e 22,2% na Informação e Comunicação.

Figura 7: Incidência de exportação por setor de atividade económica (%) - 2019

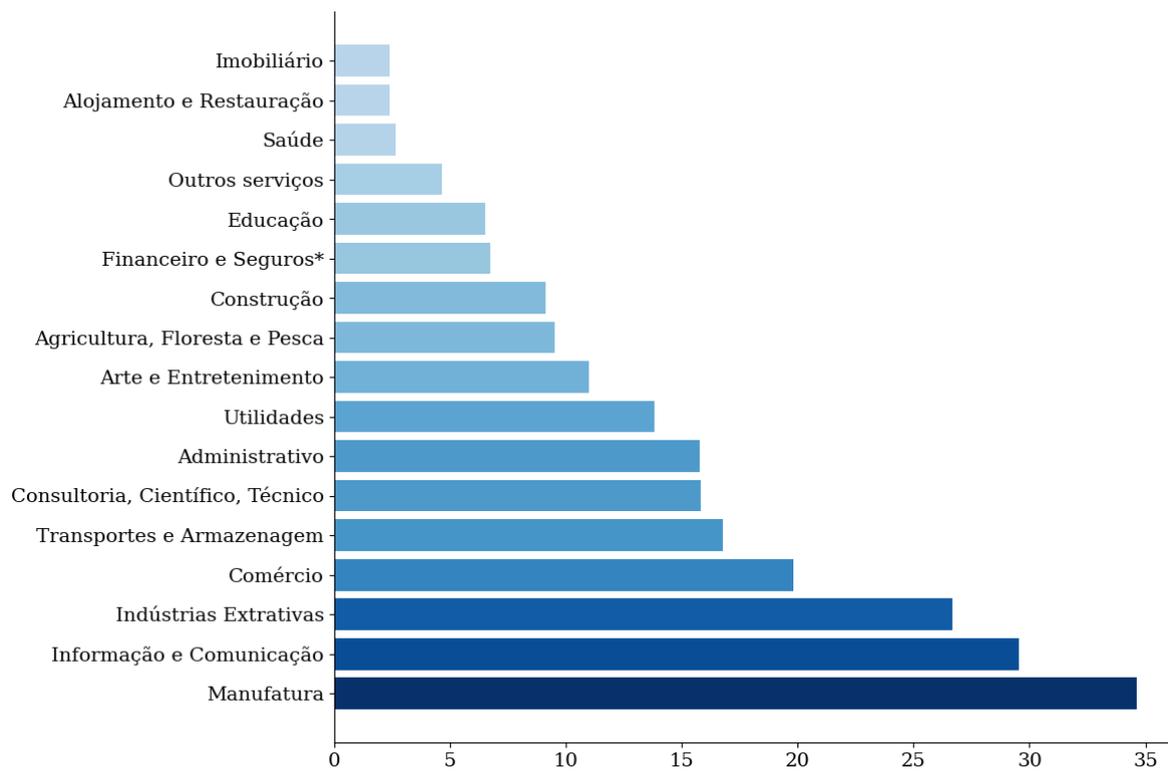


Figura 8: Incidência de empresas com trabalhadores em I&D (%) - 2019

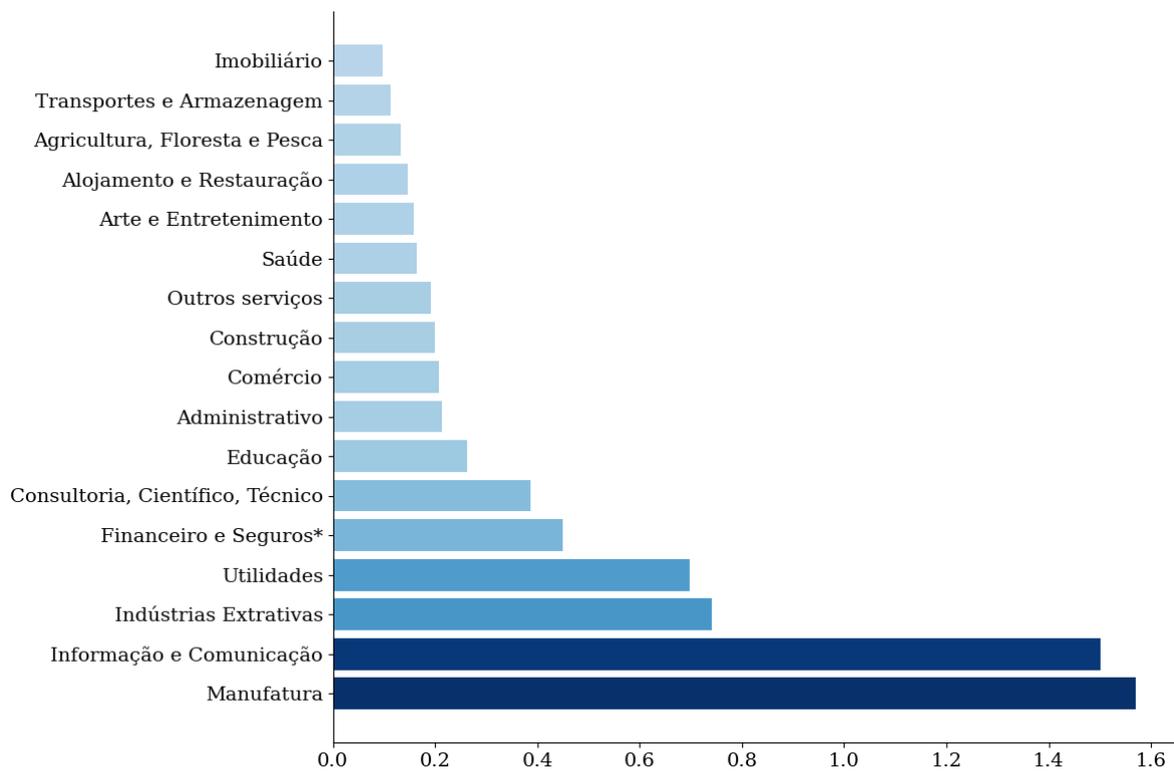


Figura 9: Incidência de empresas com investimento em I&D (%) - 2019

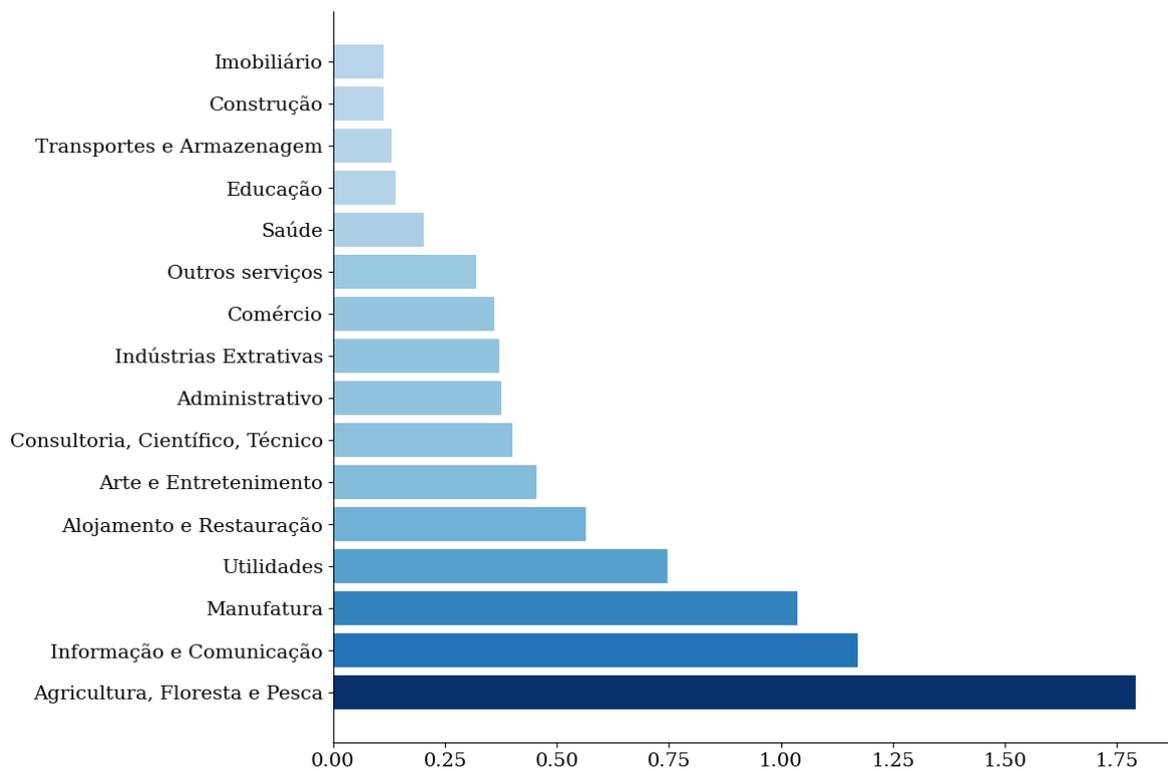
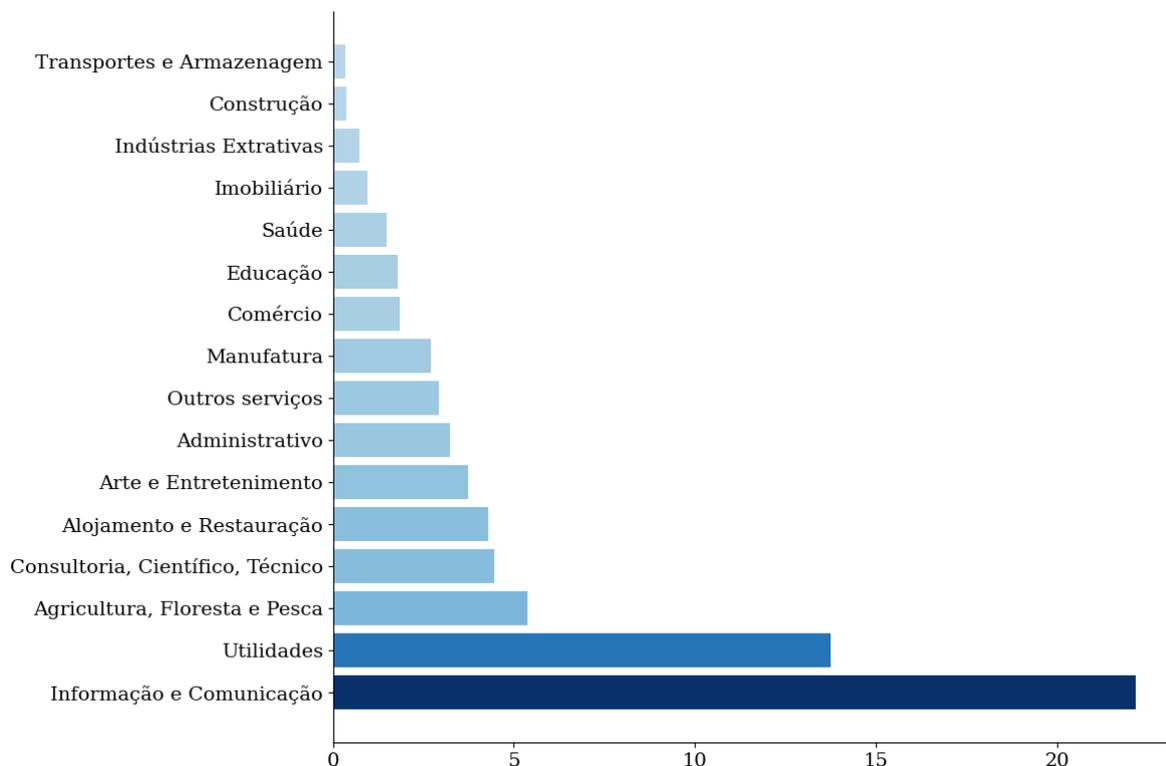


Figura 10: Investimento médio em I&D (% do ativo) por setor de atividade - 2019



De seguida faremos a caracterização das empresas com ações e/ou obrigações cotadas, deste grupo de empresas e das suas subsidiárias, das empresas beneficiárias de capital de risco de origem nacional e das empresas com emissão privada de dívida. Note-se que a coincidência entre os últimos três grupos é tipicamente inferior a 7%. A título de exemplo, em 2019, para o grupo de empresas beneficiárias de capital de risco a proporção de empresas com emissão privada de dívida é de apenas 2.4%.

Na base de dados original, entre 2006 e 2021, existem 35 empresas com emissão de obrigações cotadas e 60 empresas com ações cotadas. Ao todo, a base de dados identifica 77 empresas com ações e/ou obrigações cotadas. Após aplicarmos os filtros de seleção das empresas que descrevemos no início desta secção, permanecem 57 empresas neste grupo.³ O número de empresas com ações e/ou obrigações cotadas oscila entre 35 e 41 (ver Figura 11). Em 2019, estas empresas estão maioritariamente concentradas no setor das Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas ou Similares (ver Figura 12), sendo que a maioria são micro ou pequenas empresas quando classificadas pela métrica do número de trabalhadores (ver Figura 13).

Figura 11: Distribuição anual do número de empresas com ações e/ou obrigações cotadas

³ As SGPS foram excluídas da análise.

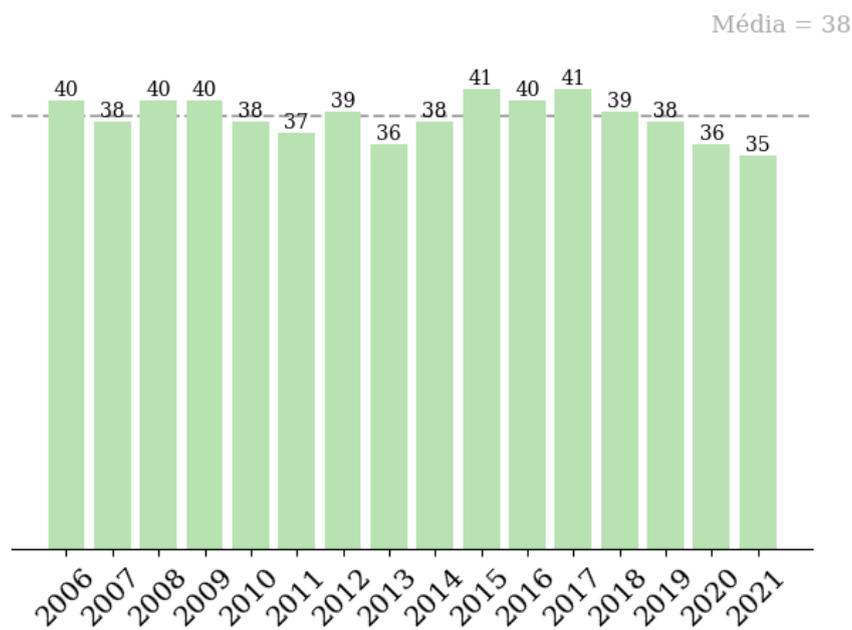


Figura 12: Distribuição por setor de atividade económica das empresas com ações e/ou obrigações cotadas – 2019

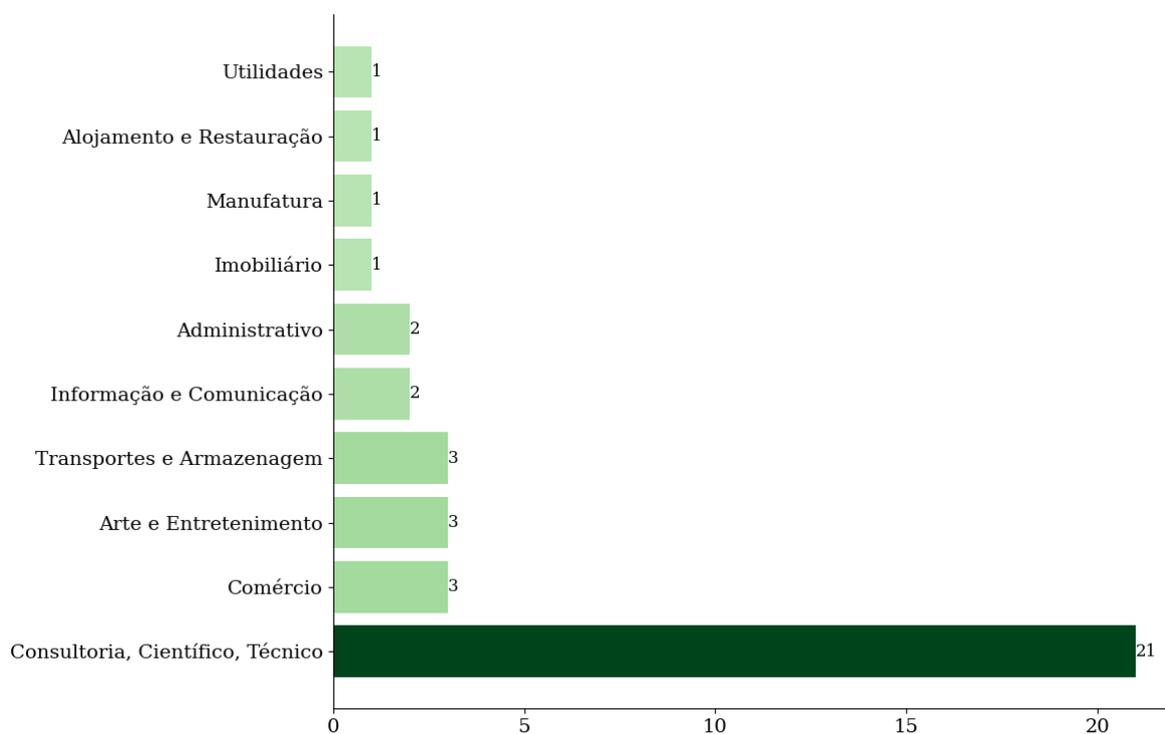
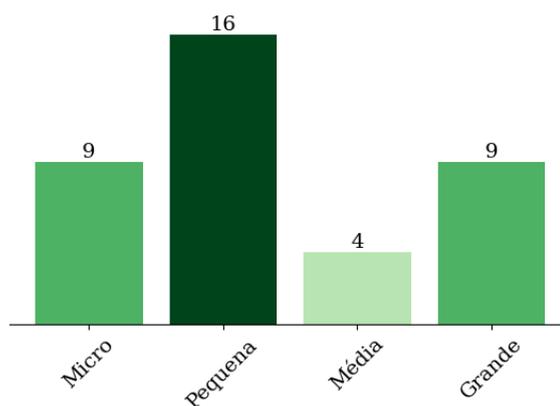


Figura 13: Distribuição por dimensão das empresas com ações e/ou obrigações cotadas - 2019



Recorrendo aos dados dos Grupos Económicos disponibilizados pelo Banco de Portugal (BPLIM), identificamos, entre 2014 e 2021 um total de 4895 empresas com uma participação direta ou indireta no seu capital por parte de empresas com ações e/ou obrigações cotadas (empresa listada).⁴ Tomando por referência o limiar dos direitos de voto que determinam uma OPA, utilizamos o limiar de 30% de capital para considerar que uma dada empresa integra um grupo económico associado a uma empresa com ações e/ou obrigações cotadas. Aplicando os filtros que descrevemos no início desta secção e mantendo apenas as empresas subsidiárias sediadas em território nacional, mantemos um total de 1441 empresas. Na base de dados que utilizamos nesta análise, em 2019, o número de empresas listadas ou subsidiárias de empresas listadas corresponde a 795. Este número oscilou entre 994 em 2015 e 716 em 2021 (ver Figura 14). Os setores das Utilidades, Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares, Imobiliário e Informação e Comunicação, agregam um total de 415 empresas, ou seja, 52,2% deste conjunto de empresas (ver Figura 15). Cerca de três quartos destas empresas são micro e pequenas empresas (ver Figura 16).

Figura 14: Distribuição anual do número de empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas

⁴ Note-se que os dados dos Grupos Económicos estão apenas disponíveis desde 2014.

subsidiárias - 2019

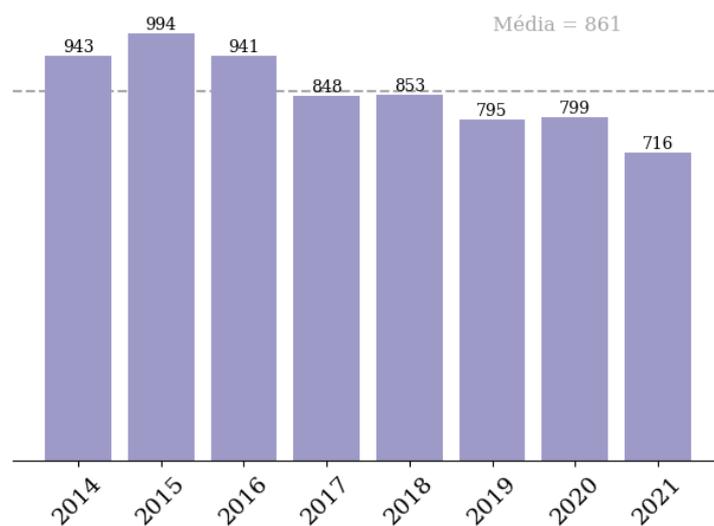


Figura 15: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas subsidiárias - 2019

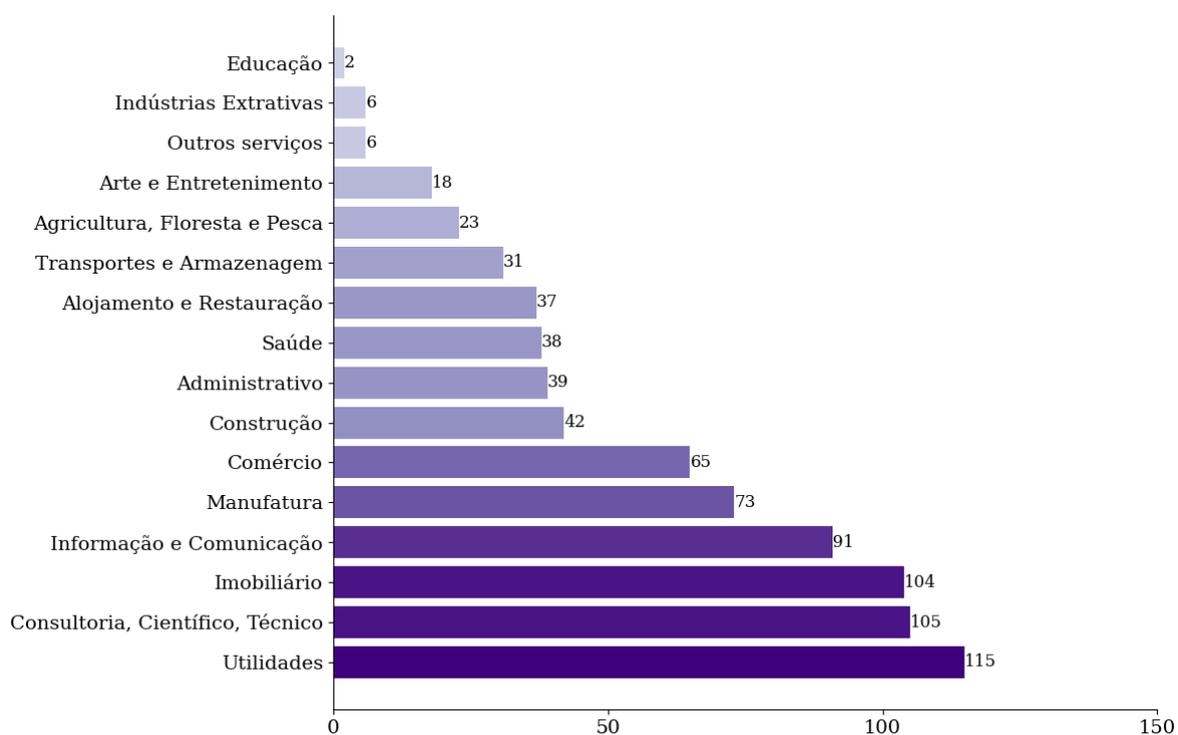
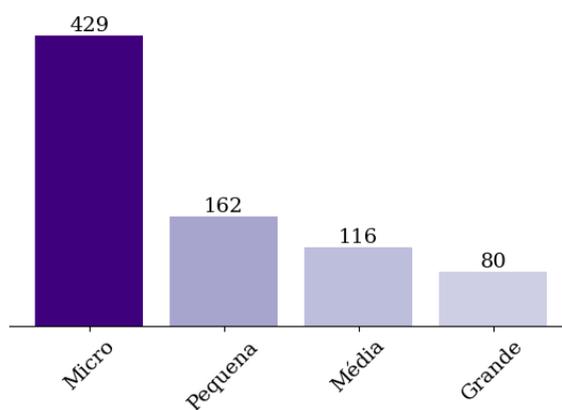


Figura 16: Distribuição por dimensão das empresas com ações e/ou obrigações cotadas e das suas

subsidiárias - 2019



As três figuras seguintes reportam informação relativa às empresas que beneficiam de capital de risco nacional. Para estas empresas, dispomos de informação para o período entre 2012 e 2021. Este grupo totaliza 1230 empresas, das quais 311 estão presentes na base de dados em 2012 e 714 estão presentes em 2021, refletindo uma tendência crescente de participação do capital de risco nacional (ver Figura 17). Em 2019, predominam empresas das Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares, seguidas das empresas da Informação e Comunicação e da Manufatura. Estes três setores concentram 62,6% das empresas com capital de risco em 2019 (ver Figura 18). Quase dois terços das empresas com capital de risco nacional em 2019 são microempresas (ver Figura 19).

Figura 17: Distribuição anual do número de empresas beneficiárias de capital de risco

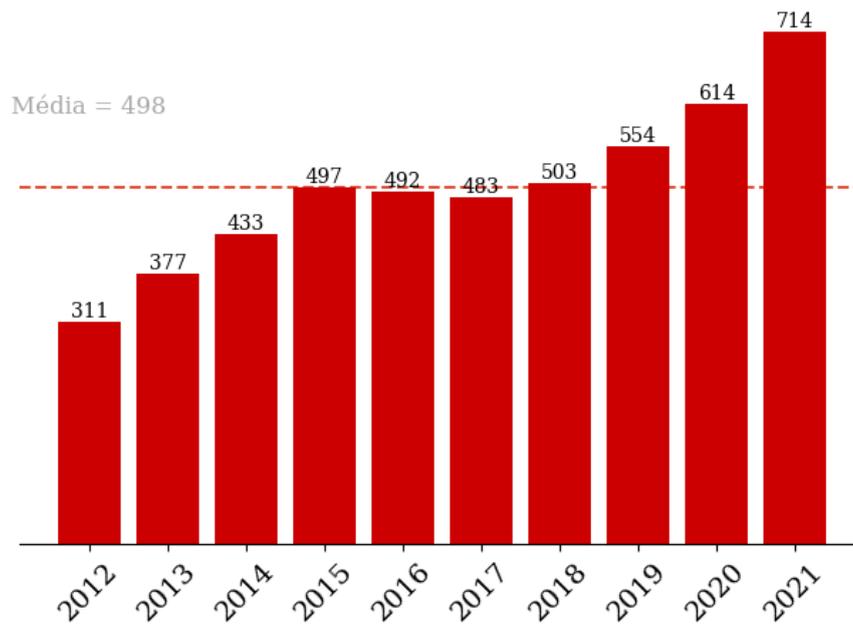


Figura 18: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas beneficiárias de capital de risco - 2019

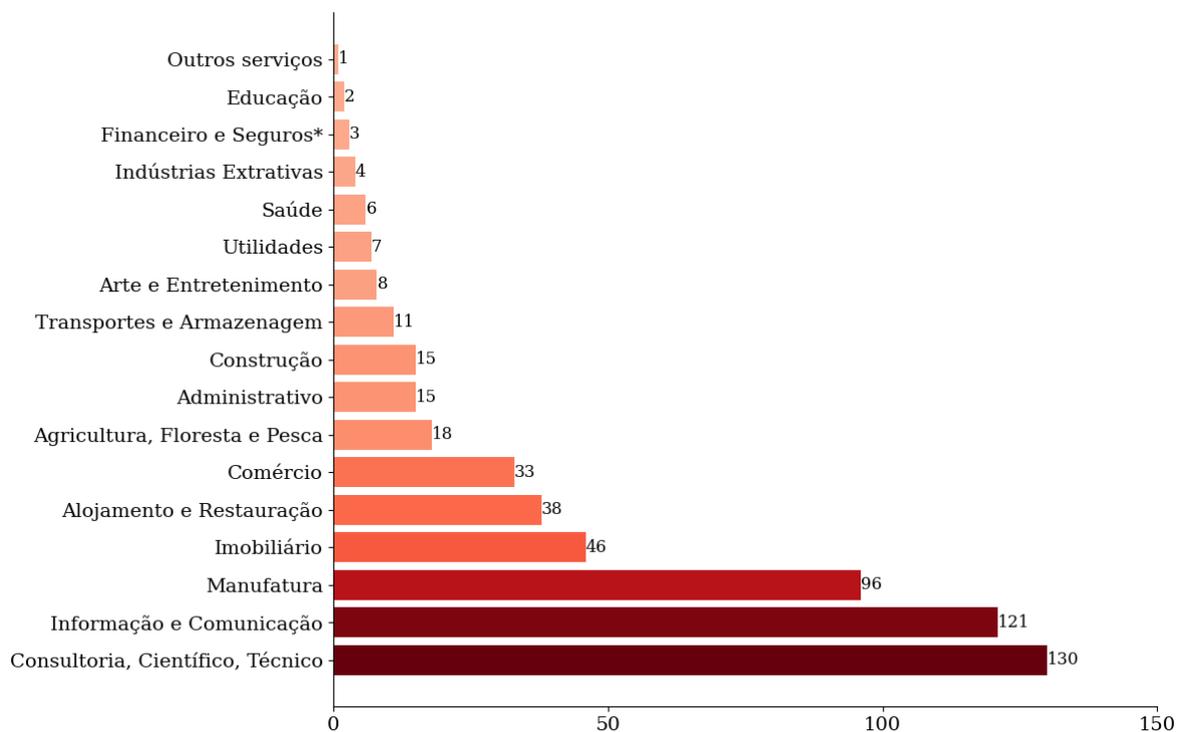
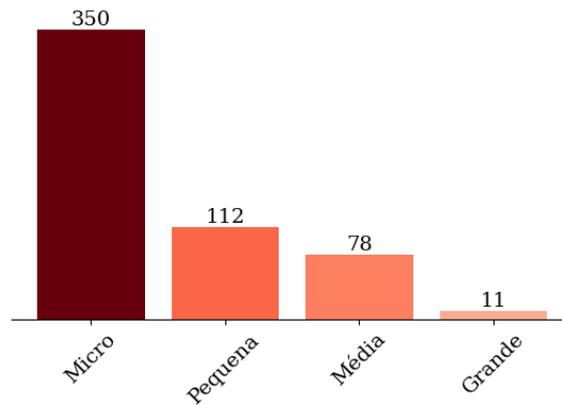


Figura 19: Distribuição por dimensão das empresas beneficiárias de capital de risco - 2019



No que diz respeito às empresas com emissão privada de dívida, na

Figura 20 observamos que este grupo passou de 367 em 2006 para 755 em 2021, alcançando um máximo de 789 empresas em 2020. Entre 2006 e 2021 contabilizamos 1904 empresas com emissão privada de dívida. Em 2019, os setores de atividade económica predominantes são a Manufatura, o Comércio e as Atividades de Consultoria, Científicas, Técnicas e Similares, representando cerca de 44% das empresas neste grupo (ver Figura 21). Predominam as empresas de média dimensão (ver

Figura 22).

Figura 20: Distribuição anual das empresas com emissão privada de dívida

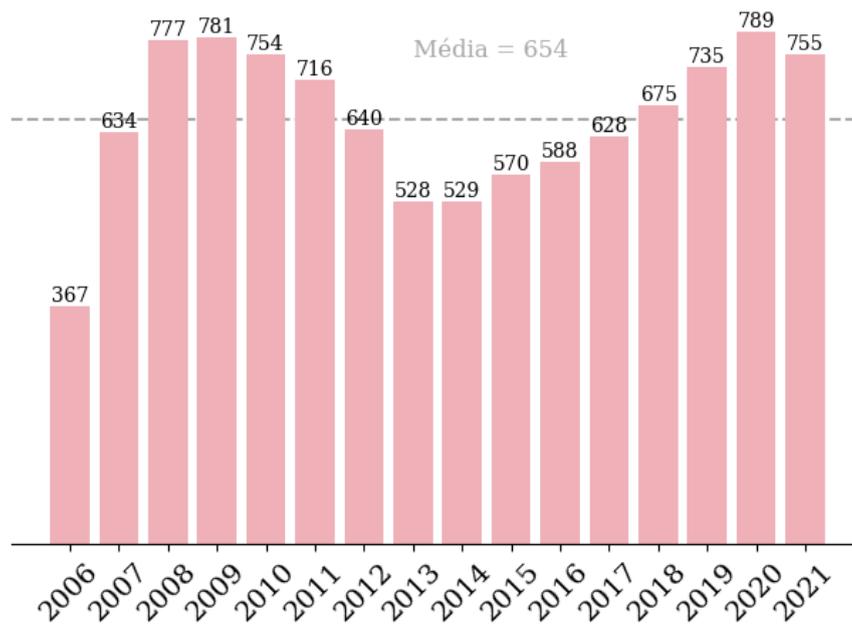


Figura 21: Distribuição do número de empresas por setor de atividade económica das empresas com emissão privada de dívida - 2019

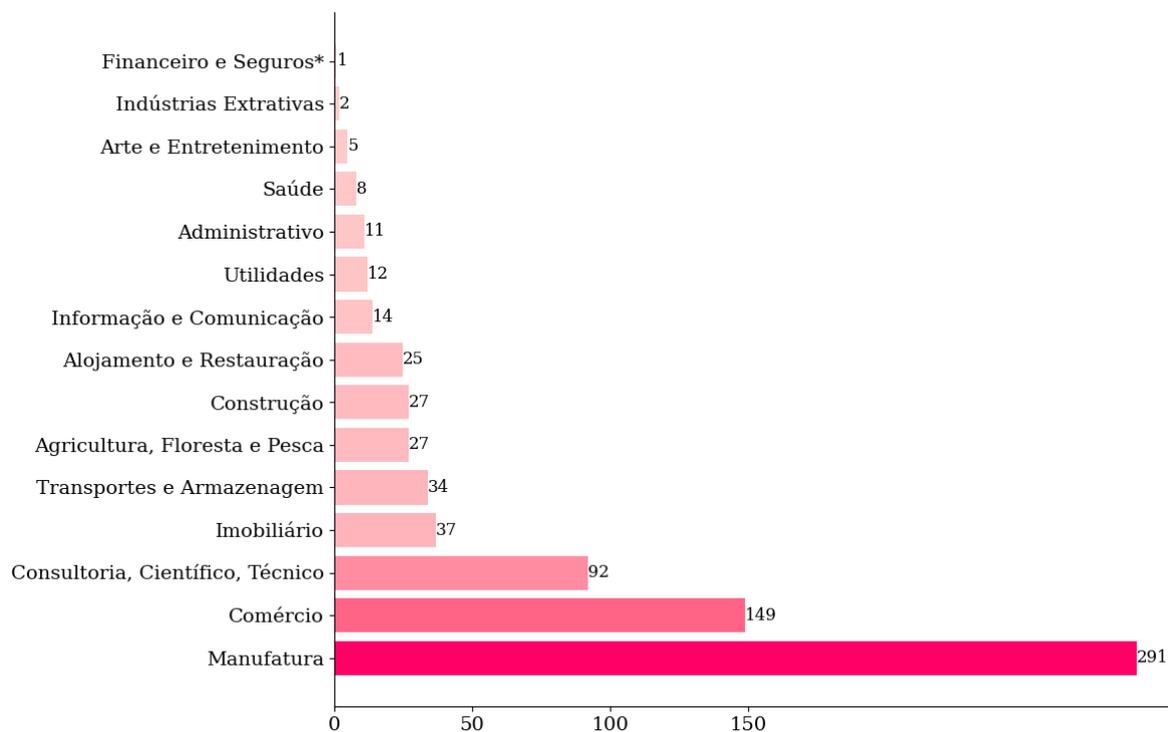
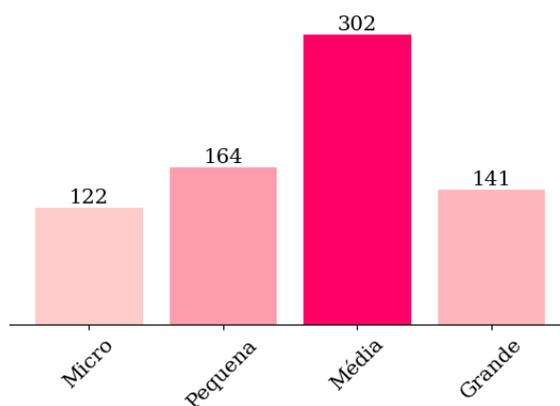


Figura 22: Distribuição por dimensão das empresas com emissão privada de dívida - 2019



As Tabelas 2 a 13 no Apêndice apresentam um conjunto de estatísticas adicionais (relativas a variáveis associadas à produtividade, ao endividamento e à liquidez, e ao crédito) para quatro subgrupos de empresas: as que não acedem aos mercados de capitais; as empresas listadas e as suas subsidiárias; as empresas beneficiárias de capital de risco nacional; e as empresas com emissão privada de dívida. Esta informação é complementada pelas figuras que se seguem nesta secção.

As estatísticas dos quatro grupos de empresas revelam diferenças significativas em termos de escala, produtividade, inovação, internacionalização e acesso a fundos europeus entre os grupos.

As empresas sem acesso aos mercados de capitais, apresentam, em média, uma escala reduzida, com vendas médias de €650,3 mil e uma mediana de apenas €67,4 mil (ver Tabela 2). Este grupo destaca-se por um VAB por trabalhador médio relativamente baixo, de €22,5 mil (mediana de €14,5 mil). No que diz respeito à inovação, apenas 0,4% destas empresas realizam investimentos em I&D (ver Tabela 2 e Figura 51), demonstrando uma fraca orientação para atividades inovadoras. Em termos de internacionalização das vendas, apenas 14,1% destas empresas são exportadoras (ver Tabela 2 e Figura 50) e para as empresas exportadoras, a média de exportações sobre vendas atinge 35,4%. Por fim, o acesso a fundos europeus é bastante concentrado, com apenas 0,4% de empresas com projetos aprovados (ver Tabela 2 e Figura 53) e com os fundos a corresponderem a um máximo de 7,2% das vendas para metade das empresas que acedem aos fundos.

Pelo contrário, as empresas listadas e as suas subsidiárias – ver Tabela 5 – operam em maior escala, apresentando vendas médias de €66,89 milhões e um VAB médio de €12,93 milhões, evidenciando uma capacidade de criação de valor significativamente superior. Estas empresas destacam-se ainda pelo elevado VAB por trabalhador, que atinge €513 mil, sendo este o mais alto entre os grupos analisados. Contudo, apenas 2% das empresas deste grupo investem em I&D (ver Tabela 5 e Figura 51). Em relação à internacionalização, 28,3% destas empresas são exportadoras (ver Tabela 5 e Figura 50); neste conjunto de empresas exportadoras, as exportações correspondem, em média, a 28,5% das vendas.

Apesar (ou por causa) da sua maior escala, o peso dos fundos europeus é baixo (ver Tabela 5 e Figura 53), representando uma média de 4,8% dos ativos, financiando 1,6% das empresas (ver Tabela 5).

As empresas beneficiárias de capital de risco apresentam características diferentes (ver Tabela 8), como se pode ver pelas vendas: média de €3,77 milhões, refletindo uma escala de operação relativamente reduzida e um VAB por trabalhador de €892,3 mil. No entanto, salientam-se pelo maior investimento em inovação, com 6,1% das empresas a investirem em I&D (ver Tabela 8) e uma média de investimento em I&D sobre vendas de 18%. Olhando para a Figura 51, observamos que este é o grupo de empresas com maior proporção de empresas a investir em I&D. Neste grupo, 6% das empresas têm pessoal diretamente alocado a atividades de I&D, posicionando-se em segundo lugar neste indicador, a seguir às empresas com emissão privada de dívida (ver Tabela 8 e

Figura 52). No que respeita à internacionalização, 40,3% destas empresas são exportadoras (ver Tabela 8 e Figura 50), sendo, em média, 51,5% das vendas destinadas ao mercado externo, indicando uma importante inserção nos mercados internacionais. As empresas deste subgrupo também se destacam pelo maior recurso aos fundos europeus, com 8,1% a receberem estes apoios (ver Tabela 8 e Figura 53), correspondendo a um máximo de 16,6% das vendas para 50% das empresas que recebem fundos (ver Tabela 8).

Finalmente, as empresas com colocação privada de dívida situam-se numa posição intermédia em termos de escala e produtividade (ver Tabela 11). Com vendas médias de €47,72 milhões e um VAB médio de €9,89 milhões, apresentam uma dimensão de mercado inferior ao das empresas listadas e subsidiárias, mas muito acima dos outros dois subgrupos. O VAB por trabalhador é de €132,8 mil, o que indica uma produtividade relativamente alta, embora inferior à das empresas listadas. 4,4% destas empresas investem em I&D (ver Tabela 11 e Figura 51), mas a proporção de empresas com trabalhadores dedicados a estas atividades (18%) está acima da proporção de todos os outros subgrupos (ver Tabela 11 e

Figura 52). Em termos de internacionalização, este grupo possui a maior proporção de empresas exportadoras, com 69,8% (ver Tabela 11 e Figura 50), com uma média de 39.3% das vendas a seguir para o mercado externo, valor consideravelmente mais baixo (10 pp) comparativamente às empresas beneficiárias de capital de risco. Em 2019, 13,5% destas empresas tiveram acesso a fundos europeus, representando estes uma média de 2,9% das vendas e 2,4% dos ativos.

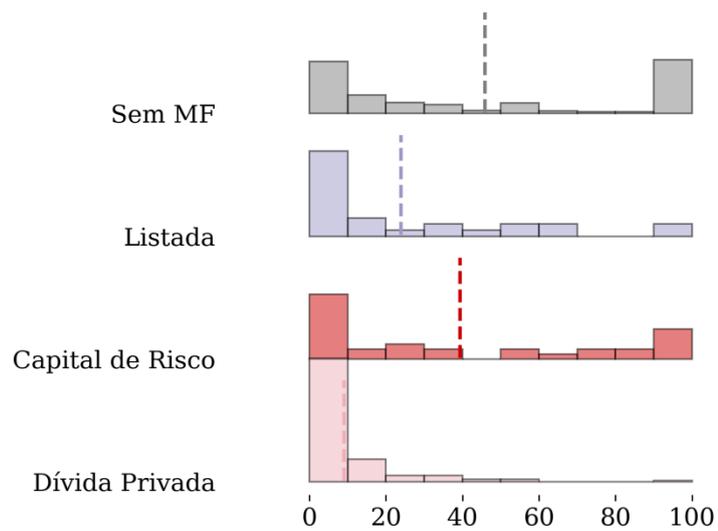
A análise da produtividade do trabalho entre os quatro grupos de empresas (ver

Figura 54, escala logarítmica) revela que as empresas listadas e as suas subsidiárias, além de apresentarem a maior média (assinalada pela linha vertical a tracejado), evidenciam uma distribuição de produtividade deslocada para a direita, indicando um desempenho superior. Seguem-se as empresas com emissão privada de dívida, cuja distribuição apresenta maior concentração em torno dessa média, contrastando com a maior dispersão observada nas primeiras. Já as empresas com capital de risco registam valores de produtividade concentrados em torno de uma média mais baixa. Por fim, as empresas que não acedem aos mercados de capitais destacam-se pela concentração em valores de produtividade inferiores.

O posicionamento como empresas de fronteira, definidas como as que se situam no decil superior de produtividade, varia consideravelmente entre os diferentes grupos analisados. No subgrupo das empresas listadas e subsidiárias, 27,8% das empresas são empresas de fronteira (ver Tabela 5 e Figura 55). As empresas com colocação privada de dívida conseguem superar as empresas listadas e subsidiárias em termos de posicionamento como empresas de fronteira, com 45% destas empresas presentes no decil superior de produtividade (ver Tabela 11 e Figura 55). Entre as empresas beneficiárias de capital de risco, a proporção de empresas de fronteira baixa para 13,9%, baixando ainda mais, para 7,5%, entre as empresas sem acesso aos mercados de capitais (ver Tabela 8 e Figura 55).

A Figura 23 permite dizer algo mais sobre as empresas que têm pessoal ao serviço alocado a atividades de I&D. Nas empresas sem acesso ao mercado de capitais, predominam os extremos: ou a percentagem de pessoal de I&D é muito baixa, ou é muito alta. Isto sugere que há dois tipos de empresas neste conjunto: aquelas que fazem I&D como complemento da sua atividade principal, e as que estão especializadas em I&D. Nas empresas com capital de risco, também se destacam os dois polos, mas o polo superior tem um peso menor e os casos intermédios ganham peso. Para as empresas listadas e suas subsidiárias e, especialmente, nas empresas com colocação privada de dívida, o polo inferior tem um peso maior; o que indica que a atividade de I&D não aparenta ser a principal.

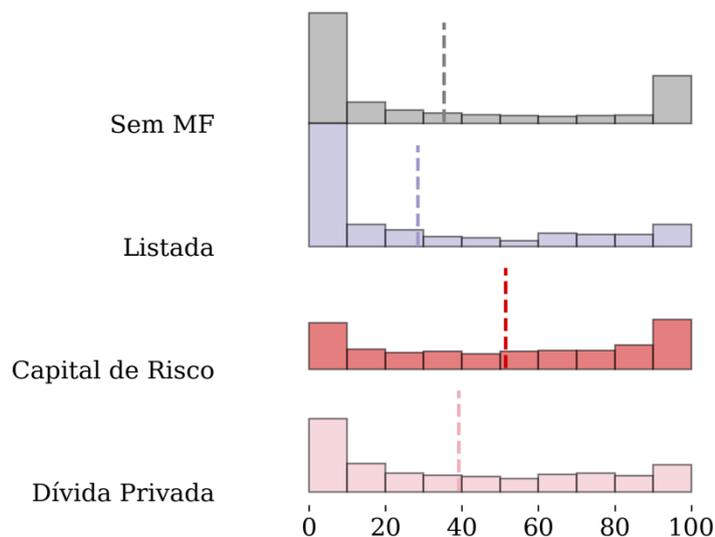
Figura 23: Proporção de trabalhadores I&D (%) - Empresas com trabalhadores I&D - 2019



De igual modo, a

Figura 24 permite dizer algo mais sobre as empresas que exportam. Neste caso, os polos parecem igualmente destacar-se nas empresas sem acesso ao mercado de capitais e agora também nas empresas com capital de risco. Contudo, nas empresas sem acesso ao mercado de capitais o polo inferior domina claramente, enquanto nas empresas com capital de risco há uma maior concentração no polo superior e a discrepância para os restantes níveis é menor. Nas empresas listadas e suas subsidiárias, e em menor grau, nas empresas com colocação de dívida privada, o polo inferior domina claramente. Assim, a orientação para a internacionalização parece ser mais forte entre as empresas com capital de risco que exportam, do que nas empresas que dos restantes grupos que exportam. Este resultado é visível pela maior intensidade média de exportação (exportações/vendas).

Figura 24: Proporção Exportações/Vendas (%) - Empresas que exportam - 2019



A comparação do número de trabalhadores revela também diferenças marcantes na dimensão das empresas entre os quatro grupos analisados. As empresas listadas e as suas subsidiárias destacam-se como as maiores em termos de força de trabalho, com uma média de 191,3 trabalhadores (ver Tabela 5). As empresas com colocação privada de dívida apresentam uma dimensão média não muito diferente, com 176,8 trabalhadores (ver Tabela 11). As empresas beneficiárias de capital de risco possuem uma média de apenas 31,5 trabalhadores (ver Tabela 8), uma característica que pode estar associada a uma fase inicial de desenvolvimento ou a um foco em nichos específicos de mercado. Ainda assim, estão muito acima da dimensão das empresas sem acesso aos mercados de capitais, subgrupo em que a média é de apenas 6,2 trabalhadores (ver Tabela 2).

No que diz respeito aos resultados contabilísticos, face ao que já havíamos dito, é sem surpresa que vemos as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentarem um resultado líquido médio mais elevado (€6,5 milhões, com uma mediana de €56,6 mil, ver Tabela 5) e as empresas sem acesso ao mercado de capitais apresentarem valores baixos (€27,8 mil e uma mediana de apenas €900, ver Tabela 2). Novamente, as empresas com colocação privada de dívida não se afastam muito, em média, das empresas listadas e subsidiárias, com um resultado líquido médio de €6,38 milhões e uma mediana de €911,1 mil (ver Tabela 11). Por outro lado, as empresas beneficiárias de capital de risco apresentam resultados líquidos negativos em média (€-157,3 mil) e uma mediana de €-28,5 mil (ver Tabela 8). Tal pode refletir os desafios enfrentados por empresas numa etapa inicial do seu estabelecimento ou em transição para um modelo de negócios com maior escala.

A comparação da rentabilidade dos ativos e dos capitais próprios (

Figura 58 e Figura 59, respetivamente) mostra que as empresas com emissão privada de dívida apresentam uma maior concentração em torno de médias ligeiramente mais baixas, em comparação com as empresas que não acedem aos mercados de capitais e com as empresas listadas ou suas subsidiárias. Note-se, contudo, que, no caso da rendibilidade dos ativos, a concentração dos valores ocorre sobretudo acima da média, o que sugere uma maior estabilidade. Em contrapartida, as empresas com capital de risco registam uma maior dispersão em ambas as rendibilidades.

A análise das variáveis de endividamento e liquidez revela também diferenças significativas nas estruturas financeiras dos quatro grupos de empresas – ver Tabela 3, Tabela 6, Tabela 9 e Tabela 12. No que diz respeito ao rácio Dívida/Ativo, as empresas com colocação privada de dívida apresentam, sem surpresa, em termos da mediana (a média é distorcida por valores extremos da amostra), o maior nível de endividamento (31,5%), indicando uma forte utilização de financiamento externo, como o recurso à colocação privada de dívida sugere. Seguem-se as empresas beneficiárias de capital de risco, com uma mediana de 18%, as empresas listadas e suas subsidiárias (10,4%) e as empresas sem acesso aos mercados de capitais, com uma mediana de apenas 1,3%.

A ordenação muda bastante quando olhamos para o rácio Dívida de Curto Prazo/Total de Dívida, com as empresas com capital de risco (mediana de 43,6%, ver Tabela 9) a ficarem agora ligeiramente à frente das empresas listadas e suas subsidiárias (42,1%, ver Tabela 6). No caso das empresas com colocação privada de dívida, a mediana é 48,5% (ver Tabela 12), enquanto nas empresas sem acesso aos mercados de capitais a mediana é aproximadamente 77,8% (ver Tabela 3), um valor consideravelmente mais alto do que para os restantes grupos.

Por fim, o rácio Ativo Corrente/(Ativo Corrente + Passivo Corrente) avalia a liquidez e a capacidade de curto prazo das empresas para cumprir obrigações financeiras. Neste indicador, em termos da mediana, as diferenças entre os subgrupos são pequenas, variando entre 57% (empresas com colocação privada de dívida) e 66,4% (empresas sem acesso aos mercados).

O último conjunto de estatísticas refere-se ao perfil de crédito dos diferentes grupos de empresas – Tabelas

Tabela 4, Tabela 7, Tabela 10 e Tabela 13 do Apêndice. Novamente, há algumas variações significativas entre os subgrupos, no que respeita às suas interações com o sector bancário.

A Figura 56 e a Figura 57 revelam uma maior concentração da distribuição, quer da liquidez, quer do 'leverage' no caso das empresas com emissão privada de dívida.

As empresas sem acesso aos mercados de capitais têm, em média, apenas duas relações bancárias (ver Tabela 4). As empresas beneficiárias de capital de risco e as empresas listadas e as suas subsidiárias não se distanciam muito, tendo uma média de 3 (ver Tabela 10) e de 3,3 (ver Tabela 7) relações, respetivamente. Claramente superior é a média do número de relações bancárias das empresas com colocação privada de dívida: 6,8 (ver Tabela 13), associada à colocação de dívida privada que se caracteriza sobretudo pela emissão de papel comercial. Esta circunstância também ajuda a justificar o facto de as empresas com colocação privada de dívida apresentarem indicadores de concentração da sua atividade bancária mais baixos: a concentração de crédito no principal banco é, em média, 51,1% (ver Tabela 13; a média nos outros grupos varia entre 77,7% e 83,6%; ver Tabela 7 e

Tabela 4) e o índice de concentração é, em média, 0,4 (ver Tabela 13; a média nos outros grupos varia entre 0,7 e 0,8; ver Tabela 7 e

Tabela 4). O histograma apresentado na

Figura 25 ilustra as diferenças entre subgrupos na concentração de crédito no principal banco.

Uma distinção um pouco mais clara emerge no caso do crédito colateralizado. As empresas sem acesso aos mercados de capitais têm, em média, uma proporção de 9,5% de crédito colateralizado (ver

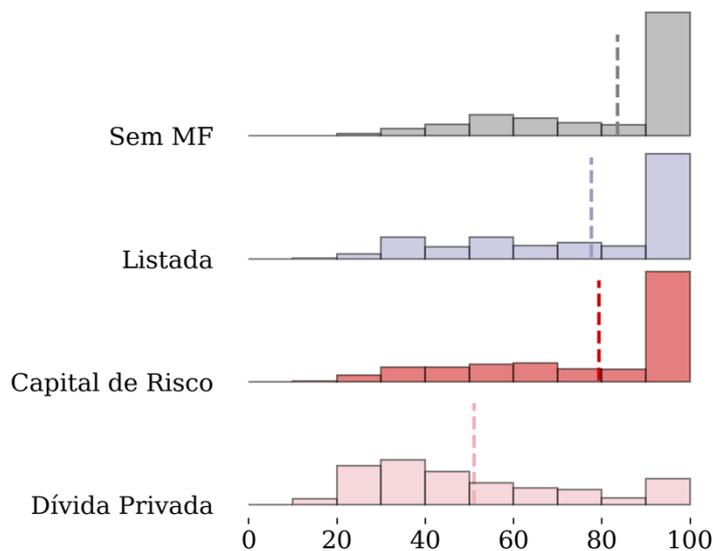
Tabela 4) sobre o total do crédito. A proporção média desce para 7,6% nas empresas com colocação privada de dívida (ver Tabela 13), para 8,7% nas empresas com capital de risco (ver Tabela 10), e para

7,0% nas empresas listadas e suas subsidiárias (ver Tabela 7). Nesta amostra, em 2019, a proporção de crédito delinquentes é relativamente baixa, variando entre uma média de 0,2% (ver Tabela 13) nas empresas com colocação privada de dívida e uma média de 4,8% (ver

Tabela 4) nas empresas sem acesso aos mercados financeiros. No caso do crédito perdido, os extremos são os mesmos: a proporção de crédito perdido é, em média, 0,3% (ver Tabela 13) nas empresas com colocação privada de dívida e 5,6% (ver

Tabela 4) nas empresas sem acesso aos mercados financeiros. As empresas listadas e subsidiárias estão logo atrás, com uma média de 4,6% (ver Tabela 7), enquanto a média é de 3,5% (ver Tabela 10), nas empresas com capital de risco.

Figura 25: Proporção de crédito detido pelo principal banco (%) - 2019



Em resumo, as empresas listadas e subsidiárias e aquelas com colocação privada de dívida dominam o decil superior de produtividade, enquanto as beneficiárias de capital de risco mostram potencial de crescimento e inovação. As empresas com capital de risco e as empresas com colocação privada de dívida também possuem indicadores de internacionalização elevados. As empresas sem acesso aos mercados de capitais enfrentam limitações em quase todas as dimensões analisadas.

As variáveis financeiras revelam diferenças significativas entre os grupos de empresas em termos de endividamento e liquidez. As empresas com colocação privada de dívida destacam-se pela maior alavancagem. As empresas sem acesso aos mercados de capitais, com baixo endividamento, mostram liquidez relativa elevada. As empresas listadas têm níveis intermédios de alavancagem, enquanto as empresas com capital de risco surgem em último neste indicador.

As empresas com colocação privada de dívida destacam-se por uma maior diversificação das relações bancárias e menor concentração do crédito. Em contrapartida, as empresas sem acesso aos mercados de capitais são mais dependentes de um número reduzido de bancos e apresentam uma maior concentração do crédito. No que diz respeito ao crédito colateralizado, as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentam os níveis mais baixos, enquanto as empresas sem acesso aos mercados enfrentam as maiores exigências de garantias. Por fim, as empresas com colocação privada de dívida aparentam constituir, em média, um risco menor, com níveis insignificantes de crédito delinquente e perdido.

3.5. Performance das empresas e participação no mercado de capitais

O modelo base da análise de regressão ao nível da empresa é definido por:

$$Y_{i,t} = \alpha_0 + \text{Setor}_{i,t} + \text{Ano}_t + \alpha_1 \text{Vendas}_{i,t} + \alpha_2 \text{Emprego}_{i,t} + \alpha_3 \text{Ativos}_{i,t} + \beta D_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

(1)

onde

- $Y_{i,t}$: conjunto de variáveis dependentes para a empresa i no momento t , que vão desde o log da produtividade do trabalho à proporção do crédito perdido (o conjunto completo de variáveis dependentes é identificada no título de cada um dos gráficos abaixo)
- $\text{Setor}_{i,t}$: conjunto de dummies para os setores definidos a dois dígitos da CAE
- $\text{Vendas}_{i,t}$: valor das vendas
- $\text{Emprego}_{i,t}$: número de trabalhadores
- $\text{Ativos}_{i,t}$: ativo total
- $D_{i,t}$: 1 se empresa ‘tratada’; 0 caso contrário
- $\varepsilon_{i,t}$: termo de perturbação i.i.d.

Definição das variáveis dependentes:

•

As empresas podem registar três tipos de ‘tratamento’ relativamente à situação de referência que corresponde a não ter acesso ao mercado de capitais:

- Listada: $D_{i,t} = 1$ se a empresa i é listada ou uma sua subsidiária no momento t
- Capital de Risco: $D_{i,t} = 1$ se a empresa i tem capital de risco nacional no momento t
- Dívida privada: $D_{i,t} = 1$ se a empresa i tem emissão privada de dívida no momento t

Os grupos de controlo associados a cada um destes tipos de tratamento não incluem empresas que beneficiem de uma das outras formas de acesso ao mercado de capitais. Nos casos em que as empresas tratadas beneficiam de um outro tipo de acesso aos mercados de capitais, incluímos entre as variáveis explicativas ‘dummies’ para os outros tipos de tratamento de modo a controlar para a diferença de médias.

Na análise de regressão abaixo são utilizadas cinco especificações econométricas assentes na equação (1):

1. Incondicional: o modelo inclui como único regressor, o indicador de tratamento.

2. Condicional 1: modelo apresentado na equação (1).
3. Condicional 2: é adicionado ao modelo definido em (1) um conjunto de variáveis ‘dummy’ que resultam da combinação completa dos quartis de vendas, trabalhadores e ativos. Os quartis são definidos tomando todos os anos e setores.
4. HDFE: partindo da equação (1), controla-se, adicionalmente, para os efeitos fixos da empresa, ano, setor, e quartis de vendas, trabalhadores e ativos.
5. Matched: aplica-se ao modelo definido na equação (1) um procedimento de ‘matching’ assente no estimador de ‘nearest neighbor’. É utilizada a métrica de distância de Mahalanobis, sendo identificados três ‘vizinhos’ para cada empresa tratada. Aplicamos ‘exact match’ ao nível do ano, setor, e quartis de vendas, trabalhadores e ativos, e utilizamos como variáveis adicionais de ‘matching’ as vendas, os trabalhadores e os ativos.

No contexto do estimador de ‘matching’, a

Tabela 1 apresenta uma comparação dos ativos, vendas e número de trabalhadores entre empresas com acesso aos mercados de capitais e as empresas selecionadas pelo procedimento de ‘matching’ descrito acima – ou seja, os contrafatuais – para os três grupos de empresas, listadas e subsidiárias, com capital de risco e com emissão privada de dívida. Conforme podemos verificar na

Tabela 1, os grupos tratados e não tratados (o contrafactual correspondente) apresentam características semelhantes, suportando a sua utilização nas análises que se seguem.

Tabela 1: Comparação entre os grupos tratado e não tratado

Variáveis	Listadas e subsidiárias		Capital de risco		Emissão privada de dívida	
	Sem acesso	Com acesso	Sem acesso	Com acesso	Sem acesso	Com acesso
Ativos (€1000)	192847 (740605)	249583 (1255948)	24471 (103826)	25676 (119534)	168438 (718715)	200104 (1144380)
Vendas (€1000)	79439 (358171)	95359 (474523)	7612 (33005)	7751 (32867)	57560 (164585)	56551 (189987)
Trabalhadores	271 (1054)	293 (1651)	48 (123)	49 (129)	220 (569)	226 (609)
Observações	15692		14468		39172	

Os gráficos seguintes apresentam as estimativas do efeito do tratamento para cada uma das cinco

especificações. Para cada especificação apresentamos as estimativas separadas para os três grupos em análise: Subsidiárias (empresas listadas ou subsidiárias), Capital de Risco (empresas que beneficiam de capital de risco nacional) e Dívida Privada (empresas com emissão privada de dívida). A variável dependente é identificada no título do gráfico. O círculo preenchido representa a estimativa pontual da diferença de médias face ao grupo base (empresas não tratadas, i.e., empresas que não acedem aos mercados de capitais). A barra vertical representa o intervalo de confiança a 95% para a diferença de médias. Em todas as especificações são utilizados erros-padrão ‘clustered’ (agrupados para efeito da estimativa desses erros) ao nível da empresa.

Na construção da amostra para a análise de regressão, apenas usamos setores de atividade onde haja pelo menos 10 empresas ‘tratadas’. As variáveis monetárias estão definidas em milhares de euros a preços de 2019. A apresentação das variáveis independentes segue as seguintes notas:

- As proporções estão em percentagem.
- No caso de variáveis como Exportações / Vendas as estimativas assentam apenas nas observações em que ‘Exporta = 1’ (ou seja, neste caso referem-se apenas às empresas que exportam).
- Nos gráficos do tipo ‘Proporção de crédito delinquentes’ e ‘Proporção de crédito perdido’ fazemos uma estimação condicional à existência de cada um destes tipos de crédito.
- Nos casos em que a variável dependente é uma ‘dummy’ usamos um modelo de probabilidade linear (a variável dependente é uma função linear das variáveis explicativas).
- Para o conjunto de variáveis calculadas a partir da CRC apresentamos a estimação para os valores de final de ano. Os resultados usando a média do ano estão em linha com os resultados apresentados.

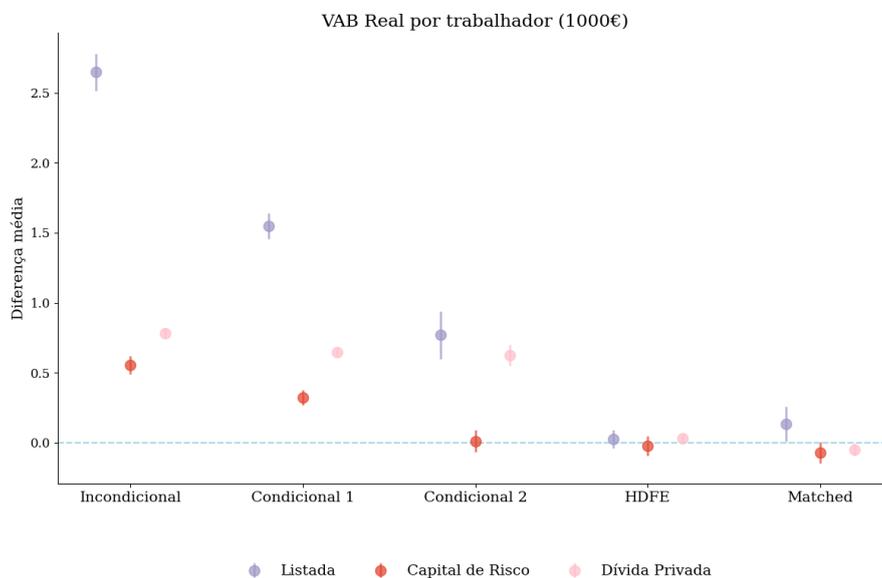
As comparações que iremos fazer nesta secção correspondem às que foram feitas na secção anterior. A diferença consiste no seguinte: enquanto na secção anterior foram comparados os dados em bruto dos subgrupos de empresas, nesta secção a comparação será feita de forma condicional, sendo as condicionantes dadas pelas variáveis explicativas de controlo incluídas nos vários modelos que definimos acima e no caso do modelo (5), pelo ajustamento da amostra utilizada. O modelo (4) difere dos restantes modelos no seguinte: todas as características das empresas (observáveis e não observáveis) constantes ao longo do tempo são subtraídas, o que resulta na estimação de variações ao longo do tempo.

Na Figura 26, em particular no modelo “Condicional 2” – no qual fazemos a comparação de médias entre as empresas tratadas e não tratadas tendo também em conta, além das variáveis presentes na equação 1, os quartis de vendas, trabalhadores e ativos em que as empresas se situam –, os resultados apontam para uma maior produtividade (do trabalho) das empresas listadas e das suas subsidiárias, bem como das empresas com emissão privada de dívida, por comparação com as empresas que não participam no mercado de capitais. Estima-se um diferencial de produtividade superior a €500 por

trabalhador por ano para empresas com produtividade na média. Já no caso das empresas que beneficiam de capital de risco não se regista uma diferença de produtividade face ao grupo base.

Quando controlamos para as características constantes das empresas, como fazemos nas estimativas “HDFE”, as diferenças de médias face ao grupo de controlo são inexistentes. A diferença face à ‘matched sample’ (os contrafatuais definidos acima), que nos parece fazer a comparação mais adequada entre empresas tratadas e o grupo de controlo, sugere uma vantagem de cerca de €100 por trabalhador por ano na produtividade no caso das empresas listadas e das suas subsidiárias – ver coluna ‘Matched’ na Figura 26. Estima-se uma ligeira desvantagem na produtividade, quer das empresas com emissão privada de dívida, quer das empresas beneficiárias de capital de risco.

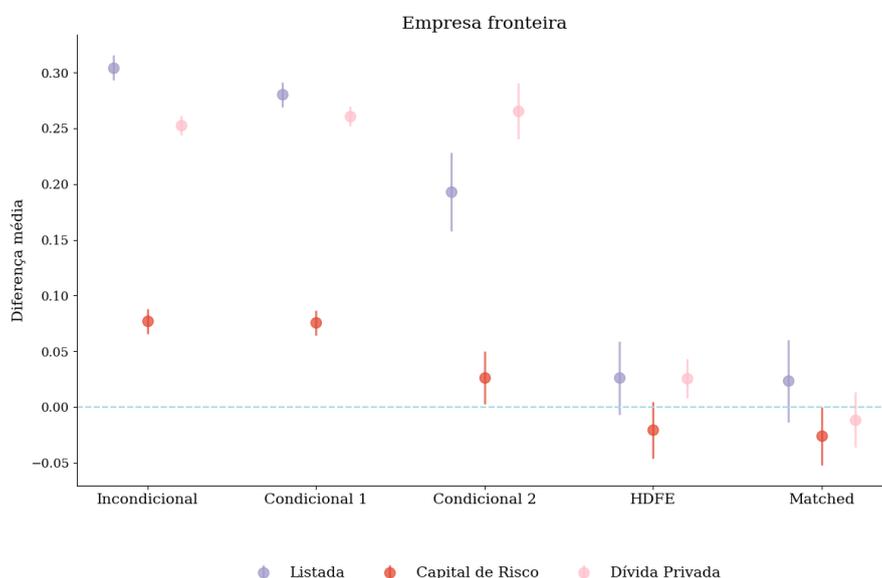
Figura 26: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no VAB real por trabalhador (€1000)



A Figura 27 apresenta as diferenças na propensão a integrar o grupo de empresas fronteira, definido como o decil superior de produtividade num dado ano e setor. Olhando para os resultados do estimador ‘Matched’ (o último grupo de estimativas na Figura 26), as empresas beneficiárias de capital de risco apresentam uma propensão a integrar o grupo de empresas fronteira inferior à do grupo contrafactual em cerca de 2,6 pontos percentuais (pp). A ligeira vantagem (desvantagem) das empresas listadas e das suas subsidiárias (empresas com emissão privada de dívida) não é estatisticamente significativa. Estes resultados estão em linha com os resultados apresentados para a produtividade na Figura 26. O modelo HDFE aponta para uma vantagem de cerca de 3 pp nos anos em que as empresas registam dívida privada nos seus passivos. O mesmo acontece para as empresas listadas e as suas subsidiárias, embora

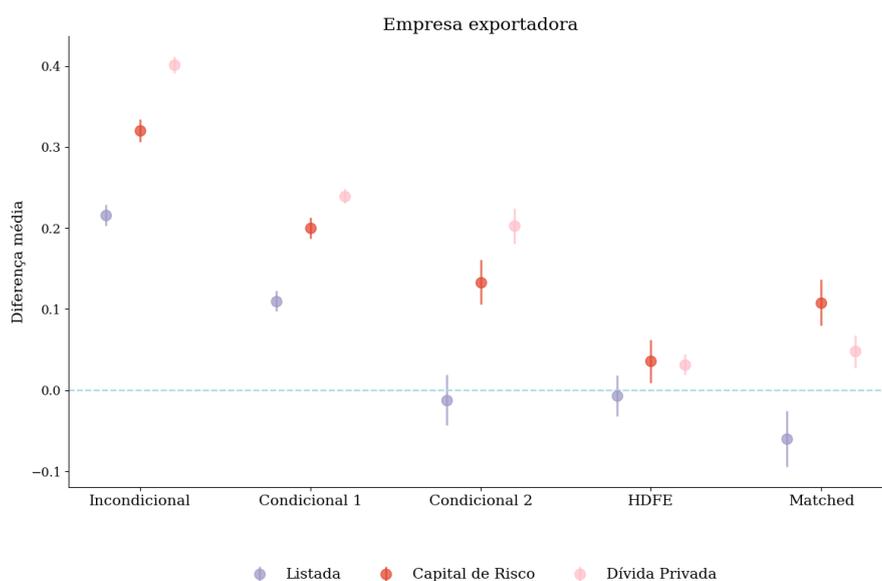
estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Figura 27: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a integrar o decil de empresas de maior produtividade



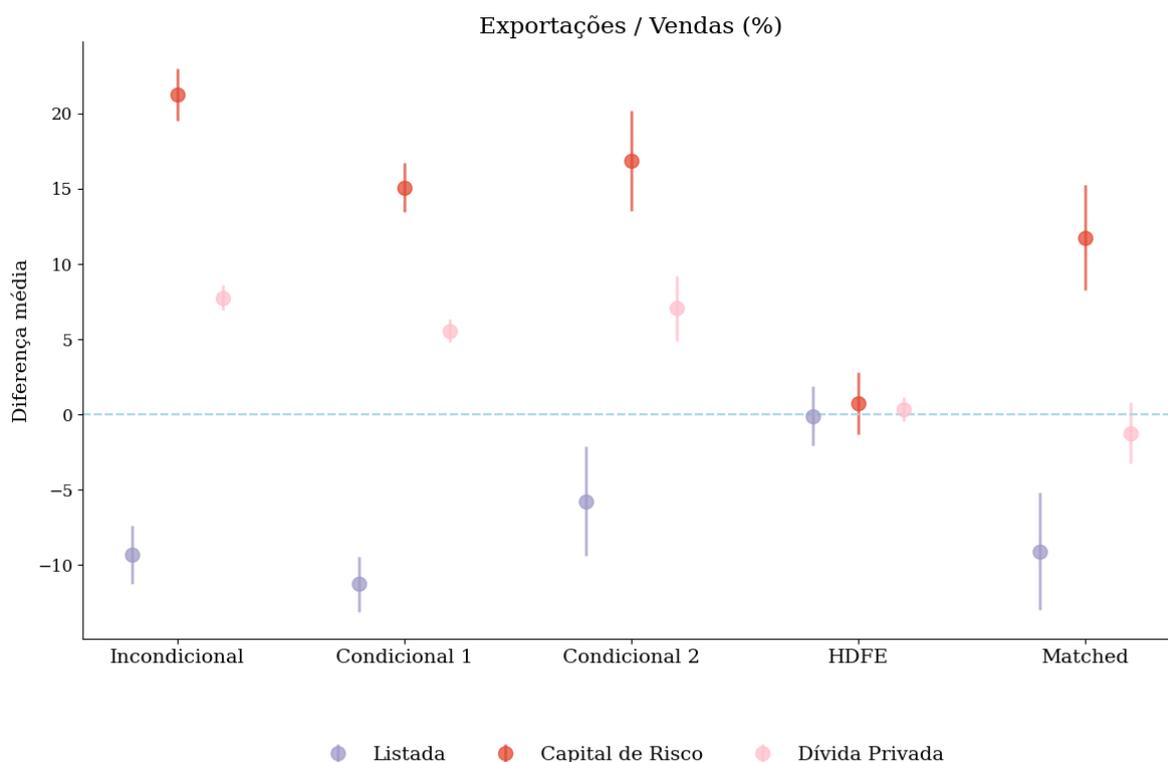
Na vertente de exportação, os resultados apontam para uma maior propensão exportadora das empresas com capital de risco e das empresas com emissão privada de dívida, 11 pp no caso das primeiras e 4,8 pp no caso das segundas (ver o modelo Matched na Figura 28). Note-se que este resultado indica que depois de reduzidas as diferenças entre empresas tratadas e controlo, as empresas com capital de risco apresentam maior propensão a exportar do que as empresas com emissão de dívida privada, invertendo a relação inicialmente apresentada pela diferença incondicional. Já as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentam uma menor propensão a exportar por comparação com o seu contrafactual (cerca de menos 6 pp). Os resultados do estimador HDFE confirmam a conclusão para o caso das empresas com capital de risco e para as empresas com emissão privada de dívida. No caso das empresas listadas e das suas subsidiárias, o resultado negativo não é significativo.

Figura 28: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a exportar



Entre o grupo de empresas que exportam, as empresas com capital de risco apresentam uma maior intensidade exportadora, mais 11,7 pp (modelo Matched, Figura 29). O reverso ocorre para o grupo de empresas listadas e para as suas subsidiárias (menos 9 pp). Embora a diferença estimada seja negativa, as empresas com emissão privada de dívida não apresentam uma diferença estatisticamente significativa para o seu contrafactual. As estimativas obtidas a partir do estimador HD FE não apontam para diferenças significativas entre os três grupos tratados e os respectivos contrafatuais.

Figura 29: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na intensidade exportadora



Na discussão seguinte analisamos a inclinação das empresas para desenvolver atividades de I&D. Esta análise baseia-se nos seguintes indicadores: ter trabalhadores alocados a atividades de I&D e alocar fundos para investimentos em I&D.

Começando pela identificação das empresas com pelo menos um trabalhador alocado a I&D, Figura 30, conclui-se que, quer no que toca ao estimador HDFE, quer no modelo Matched, as empresas com capital de risco e as empresas com emissão privada de dívida apresentam uma maior propensão a alocar pelo menos um trabalhador a atividades de I&D. No primeiro caso, a vantagem para os contrafatuais é de 3,8 pp, ao passo que no segundo a diferença é de 5,3 pp. A diferença no caso das empresas listadas e das suas subsidiárias é de menos 1,8 pp, mas esta estimativa apenas é significativa a 10%. O HDFE e o Matched coincidem na vantagem das empresas com emissão privada de dívida e das empresas beneficiárias de capital de risco neste campo.

A Figura 31 apresenta as diferenças para a proporção de trabalhadores alocados a I&D no total de trabalhadores. Confirma-se a relação entre o capital de risco e a presença de trabalhadores I&D: mais 9,2 pp de trabalhadores I&D do que no grupo contrafactual. No caso das empresas com emissão privada de dívida, a vantagem é de apenas 1 pp, significativa para um nível de significância de 10%.

Figura 30: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a alocar trabalhadores a I&D

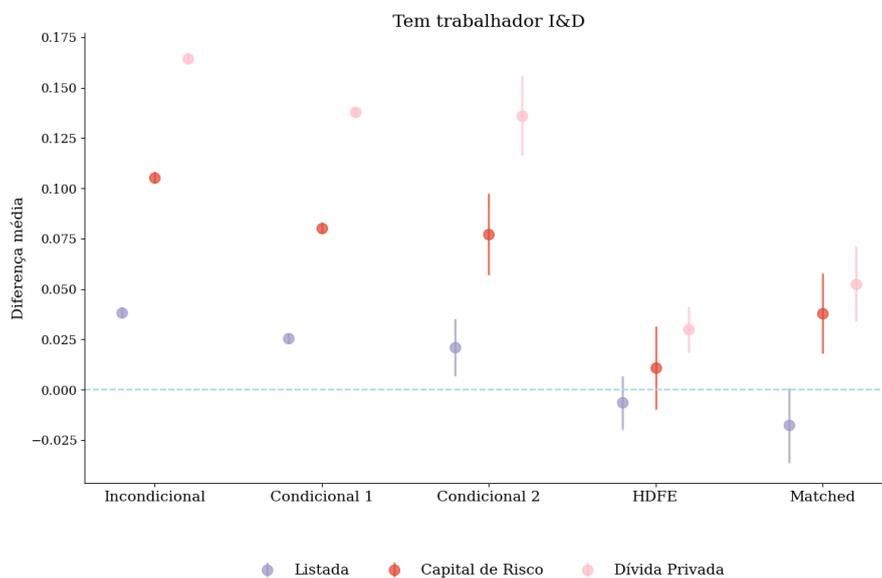
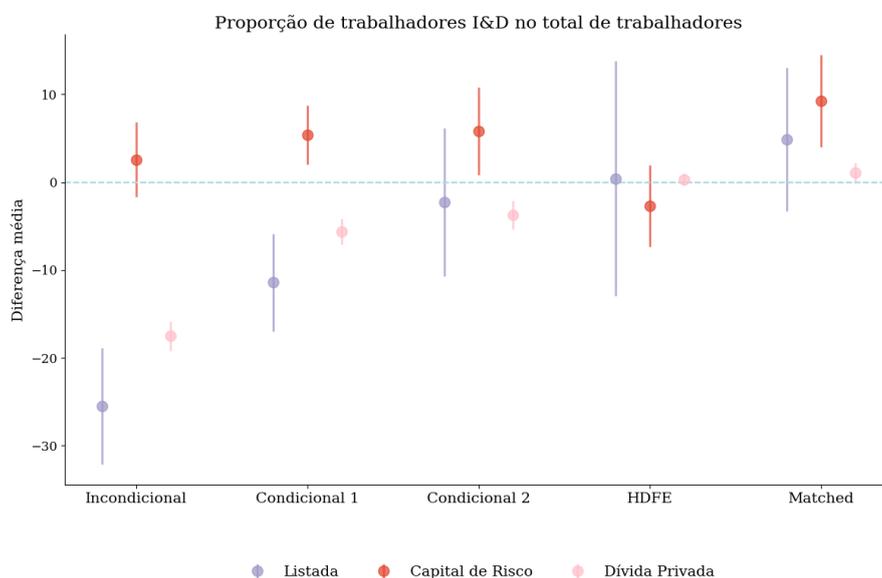


Figura 31: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de trabalhadores alocados a I&D no total de trabalhadores



Quando analisamos a propensão a investir fundos em atividades de I&D, na Figura 32, o modelo Matched confirma, à semelhança do que se passava com a existência de um trabalhador I&D, que as

empresas com capital de risco e as empresas com emissão privada de dívida têm uma maior propensão a esse realizar este tipo de investimento (mais 4,4 pp no caso do capital de risco e mais 2,2 pp para as empresas com dívida privada). No que diz respeito à intensidade de investimento em atividades de I&D, condicional a investir em I&D, destaca-se a magnitude da diferença positiva para as empresas beneficiárias de capital de risco e para as empresas listadas e as suas subsidiárias, quer em medido em proporção do total do investimento, quer em proporção dos ativos (ver Figura 33 e Figura 34).

Figura 32: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na propensão a alocar fundos a investimento em I&D

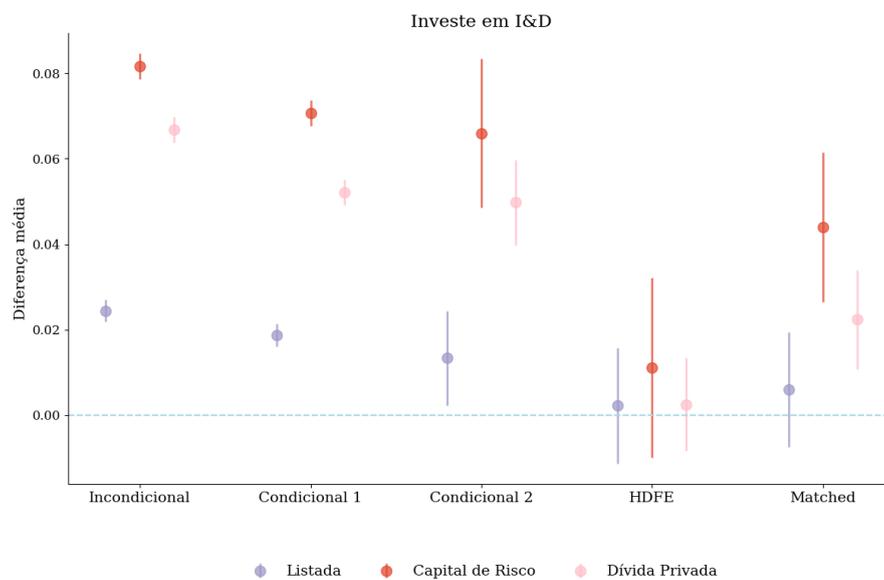


Figura 33: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento em I&D no investimento total

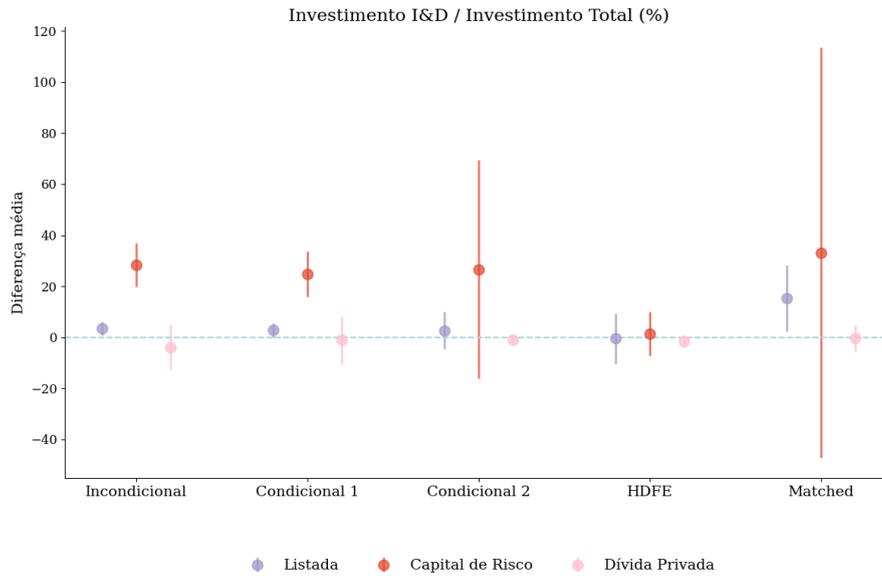
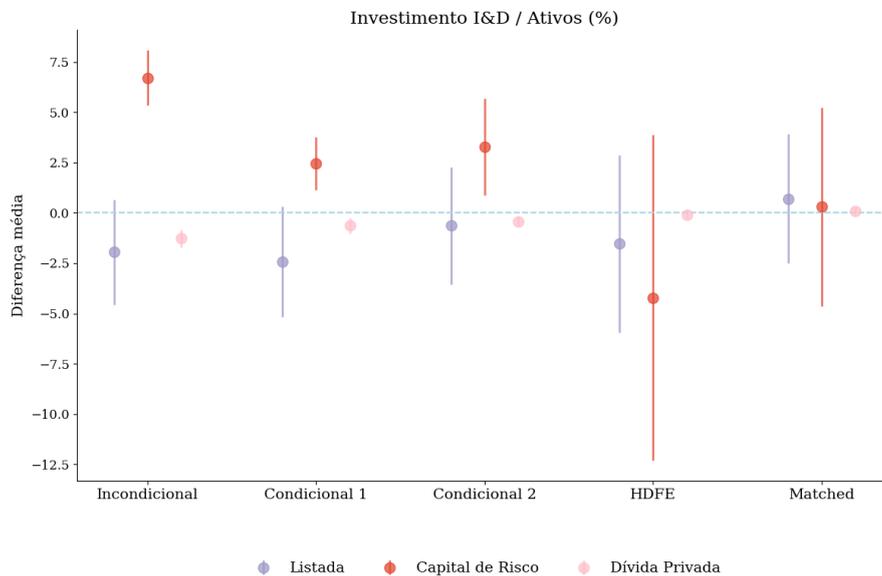
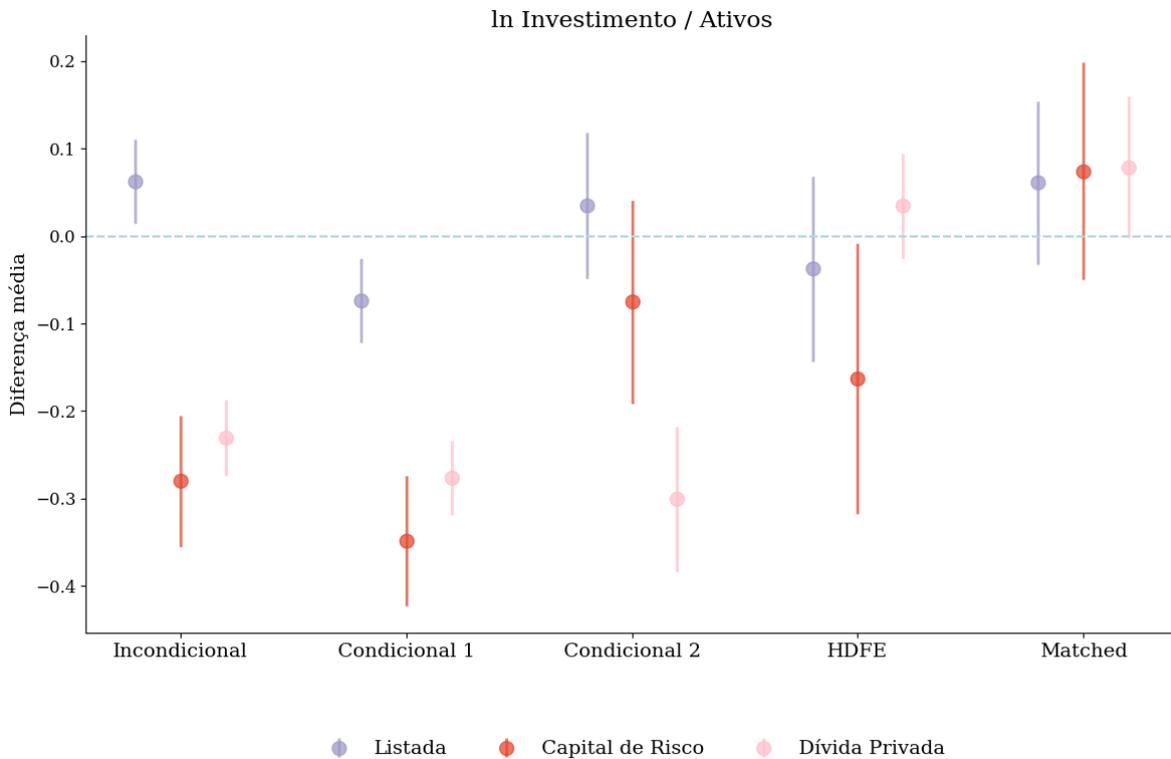


Figura 34: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento em I&D no total do ativo



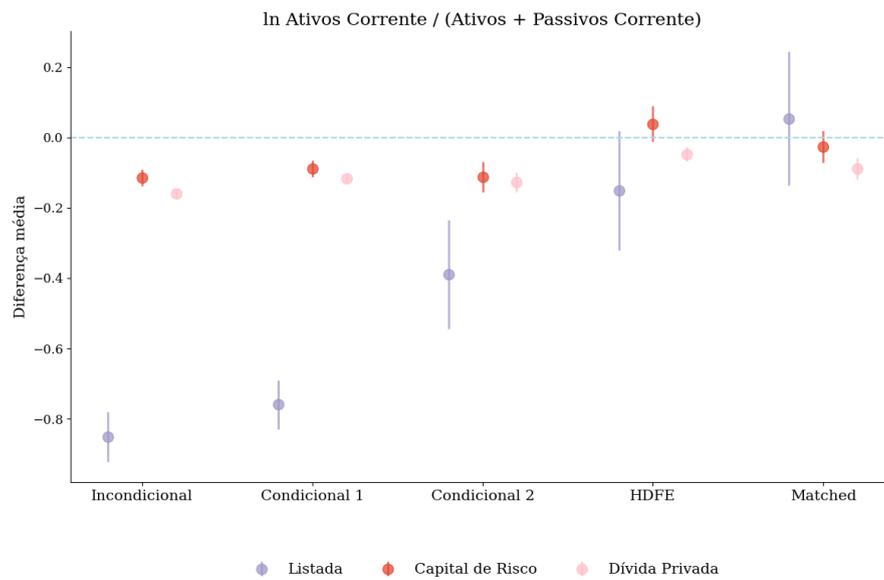
A Figura 35, no modelo Matched, aponta para uma maior capacidade de investimento (em percentagem dos ativos) para todos os grupos de empresas com acesso aos mercados de capitais. No entanto, este resultado deve ser interpretado com cautela, tendo em conta quer a variabilidade das estimativas pontuais relativamente aos restantes modelos, quer a amplitude das margens de erro calculadas.

Figura 35: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no peso do investimento no total do ativo



Na Figura 36, observa-se, de forma inequívoca, que as empresas que emitem dívida privada apresentam valores mais baixos para o rácio entre o ativo corrente e a soma dos ativos e passivos correntes. Note-se que este resultado é ‘mecânico’, uma vez que a dívida privada representa, na sua esmagadora maioria, papel comercial (97% das operações), o que representa um passivo corrente. Outro dado relevante da figura, é que os aparentes valores mais baixos para o capital de risco e para as empresas listadas e as suas subsidiárias esbatem-se à medida que condicionamos para as características específicas das empresas.

Figura 36: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio-corrente transformado



Relativamente à rentabilidade dos ativos (ver Figura 37), os modelos parecem apontar consistentemente para uma maior rentabilidade das empresas listadas e das suas subsidiárias, quer comparativamente às empresas sem acesso aos mercados de capitais, quer comparativamente aos restantes grupos. Quanto à rentabilidade dos capitais próprios (ver

Figura 38), destacamos a aparente maior rentabilidade no grupo de empresas beneficiárias de capital de risco no modelo Matched.

Figura 37: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na rentabilidade dos ativos

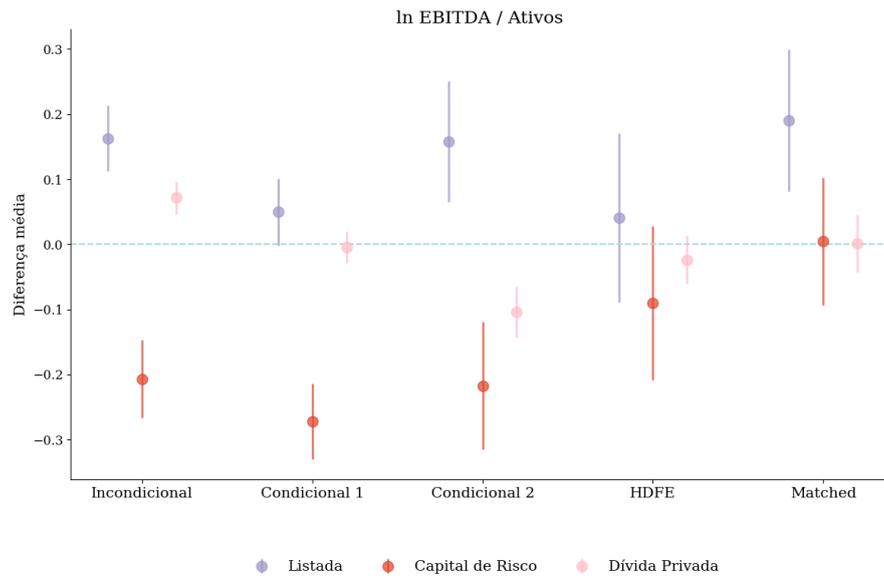
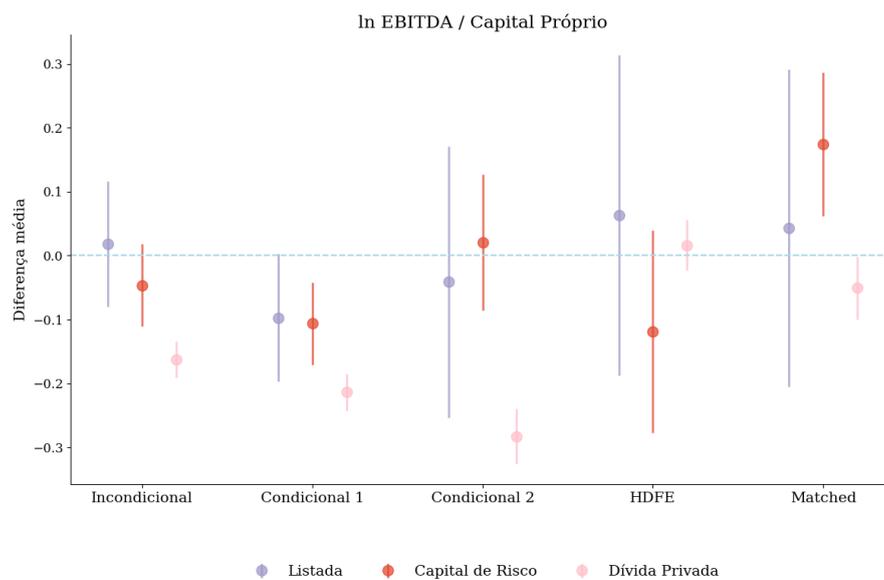


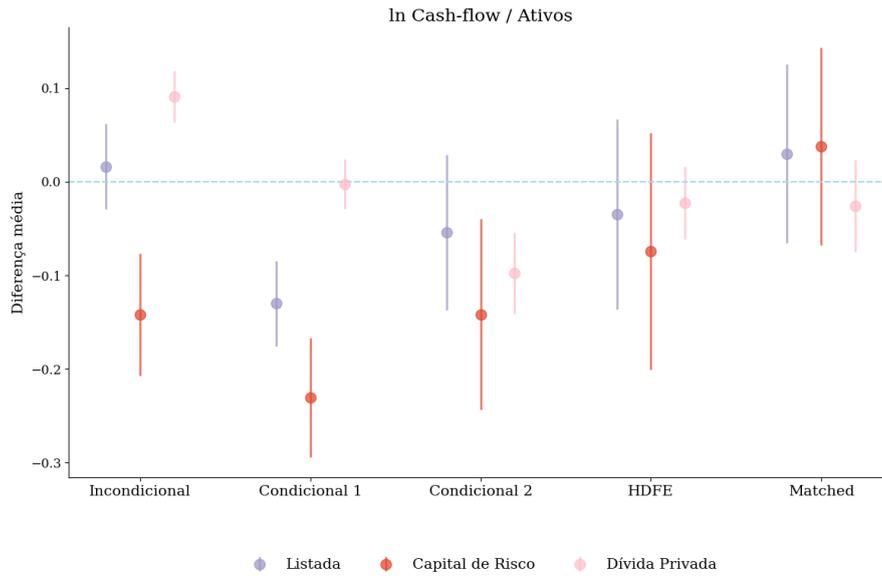
Figura 38: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na rendibilidade do capital próprio



Em relação ao cash-flow⁵, a representação dos resultados, na Figura 39, não se identificam diferenças estatisticamente significativas após controlar para as características das empresas.

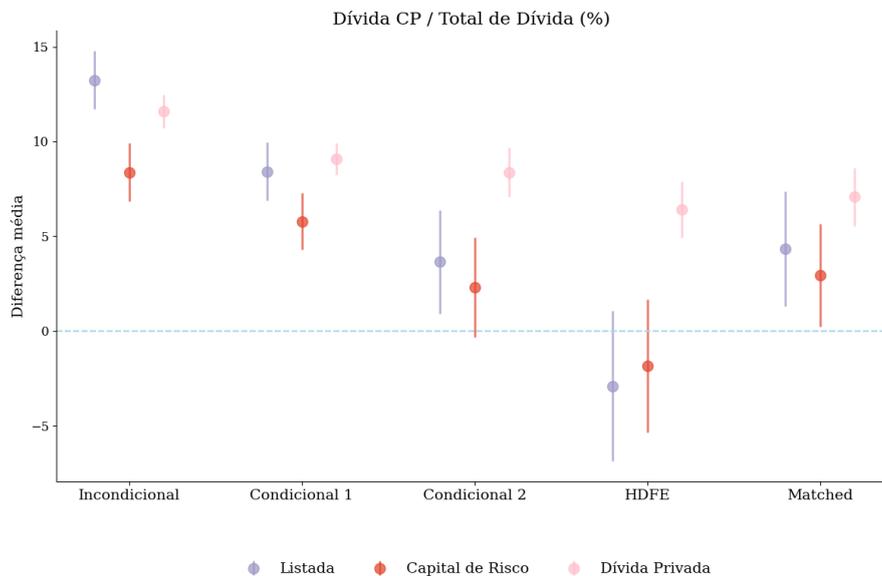
Figura 39: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio do cash-flow sobre os ativos

⁵ Definição de 'cash-flow' = (Rendimento líquido + Amortizações + Depreciações) / Ativos



Os três grupos de empresas apresentam um rácio de dívida de curto prazo superior aos contrafatuais (ver Figura 40). Note-se que para as empresas com colocação de dívida privada, este resultado é novamente um resultado ‘mecânico’ pela natureza maioritariamente de curto-prazo desta forma de financiamento.

Figura 40: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no rácio da dívida de curto prazo

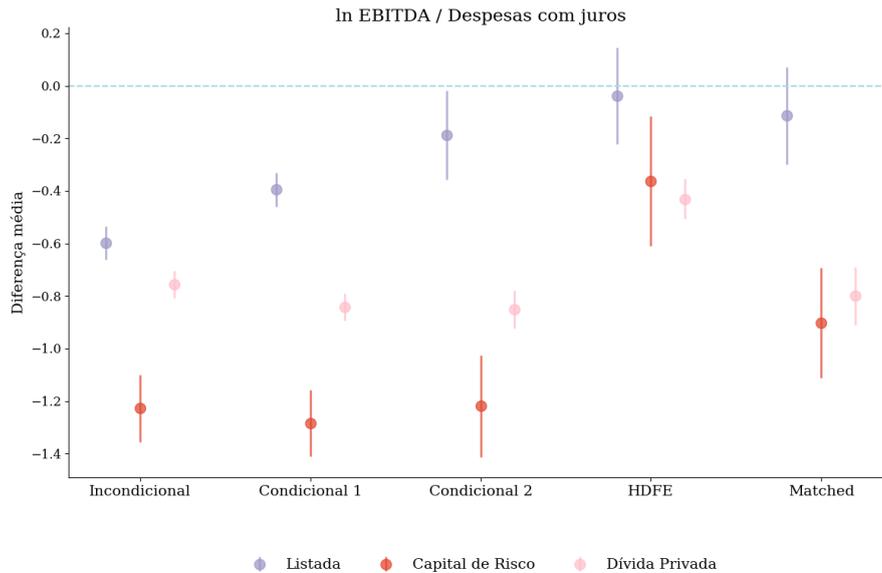


Relativamente à margem operacional para cobrir despesas com juros, verificamos que as empresas com

capital de risco e emissão privada de dívida apresentam uma margem mais estreita, relativamente ao *benchmark* e às empresas listadas e às suas subsidiárias (ver

Figura 41).

Figura 41: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no interest coverage ratio



De seguida apresentamos as diferenças relativas às variáveis que derivam da CRC. Primeiramente, identificamos que as empresas com colocação privada de dívida formalizam, em média, relações com mais dois a três bancos comparativamente às empresas sem acesso aos mercados de capitais (ver Figura 42). Por seu lado, as empresas listadas e as suas subsidiárias têm, em média, um menor número de relações bancárias. Por último, as empresas com capital de risco apresentam um número de relações bancárias em linha com o grupo de controlo.

A Figura 43 mostra o outro lado da moeda; a concentração das relações bancárias. Neste caso, as empresas listadas e as suas subsidiárias e as empresas com capital de risco apresentam uma maior concentração bancária, ao passo que as empresas com colocação privada de dívida apresentam uma menor concentração. Sem surpresa, a Figura 44 mostra que o peso do principal banco é substancialmente mais elevado no caso das empresas listadas e subsidiárias, e marginalmente superior no caso das empresas com capital de risco. Já as empresas com dívida privada possuem uma menor concentração no principal banco.

Figura 42: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no número de relações bancárias

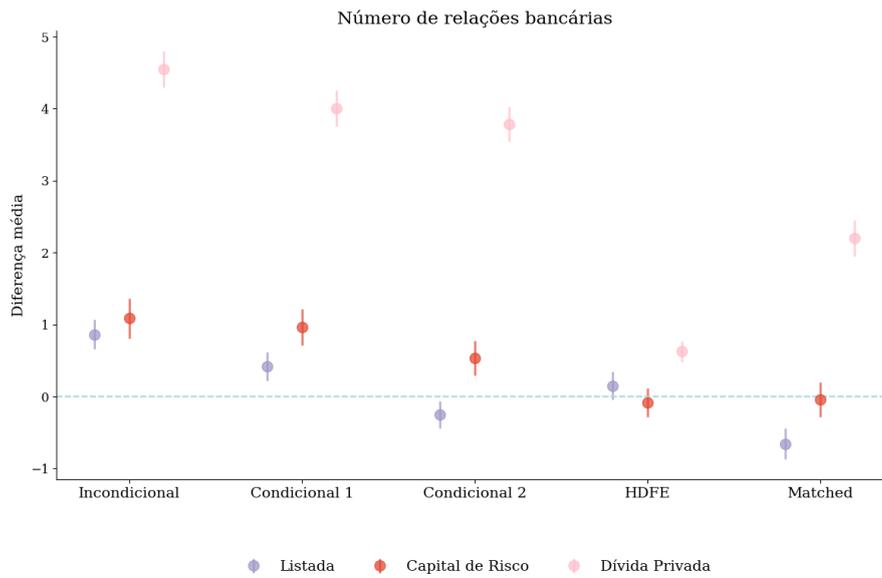


Figura 43: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na concentração bancária

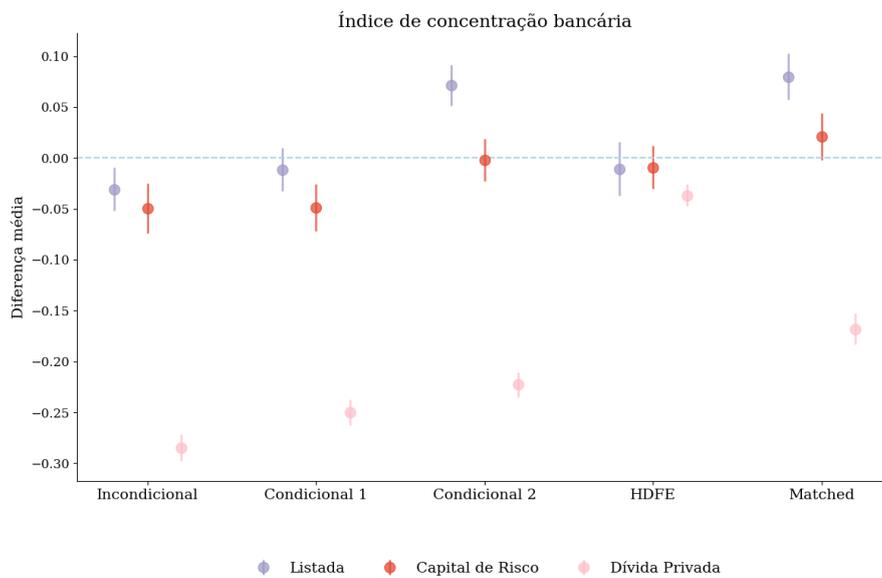
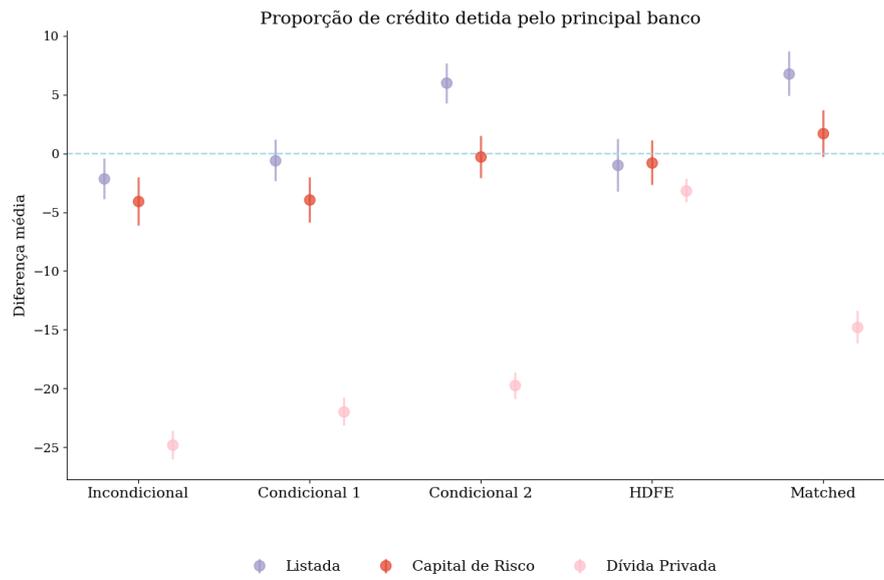


Figura 44: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito detido pelo principal banco



No que diz respeito ao cumprimento das obrigações de crédito, verificamos que as empresas com dívida privada apresentam consistentemente tanto uma menor propensão a ter crédito delinquente como menor propensão a ter crédito perdido (ver

Figura 45 e Figura 47).⁶ O modelo Matched parece indicar também que as empresas listadas e as suas subsidiárias têm também menor propensão a incumprir obrigações de crédito. Quando condicionamos para a existência de crédito em incumprimento, verificamos que as empresas com dívida privada apresentam inequivocamente uma menor proporção de crédito em incumprimento. A evidência parece apontar para uma menor proporção de crédito delincente entre as empresas com capital de risco e empresas listadas e as suas subsidiárias (ver modelo Matched na Figura 46) mas este resultado não parece estender-se à proporção de crédito perdido (ver Figura 48).⁷

⁶ Crédito delincente é o crédito vencido. Crédito perdido é o crédito abatido ao ativo.

⁷ Proporção de crédito delincente: $\text{Crédito delincente} / (\text{Crédito efetivo em situação regular} + \text{Crédito delincente} + \text{Crédito perdido}) \times 100$. Proporção de crédito perdido: $\text{Crédito perdido} / (\text{Crédito efetivo em situação regular} + \text{Crédito delincente} + \text{Crédito perdido}) \times 100$.

Figura 45: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito delincente

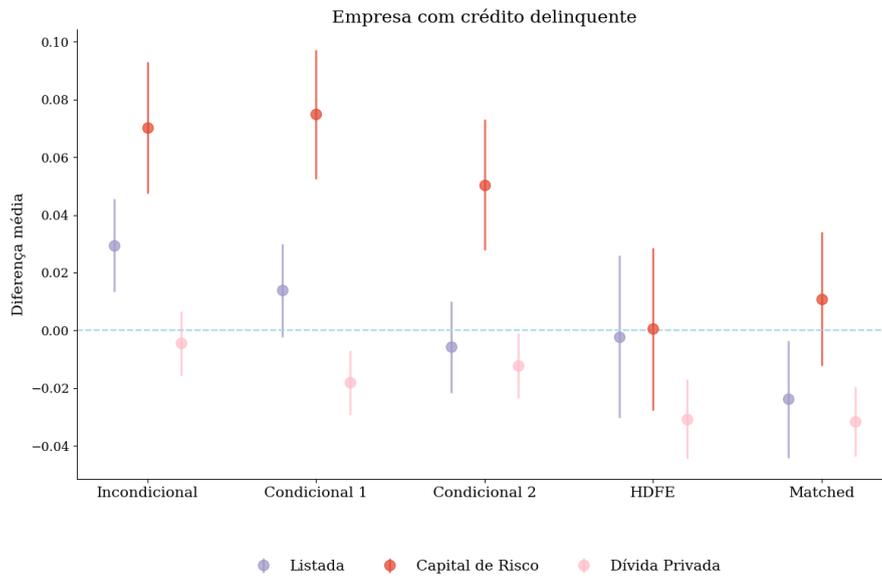


Figura 46: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de crédito delincente

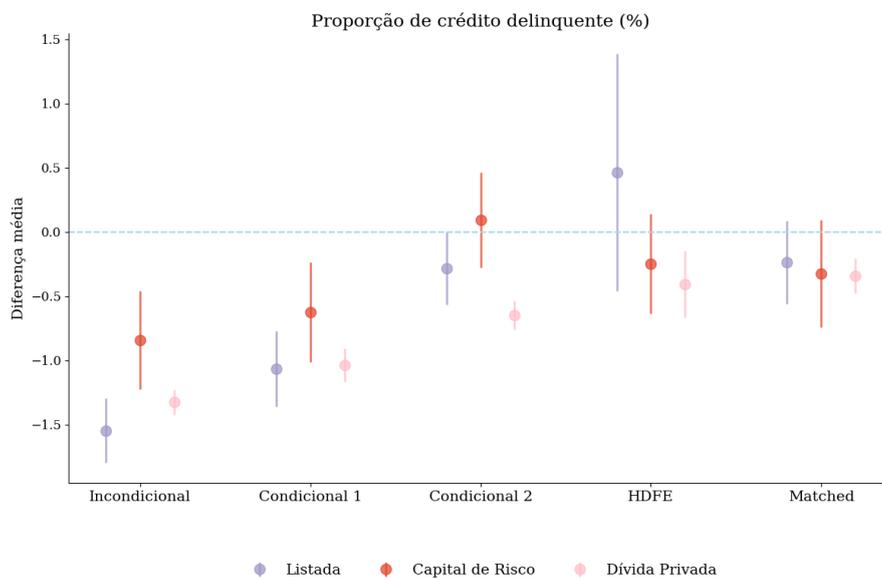


Figura 47: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito perdido

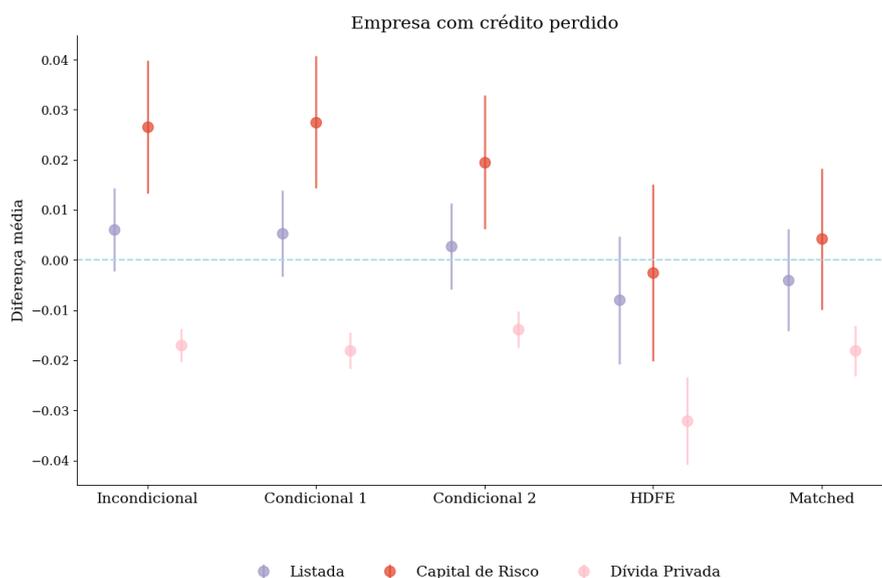
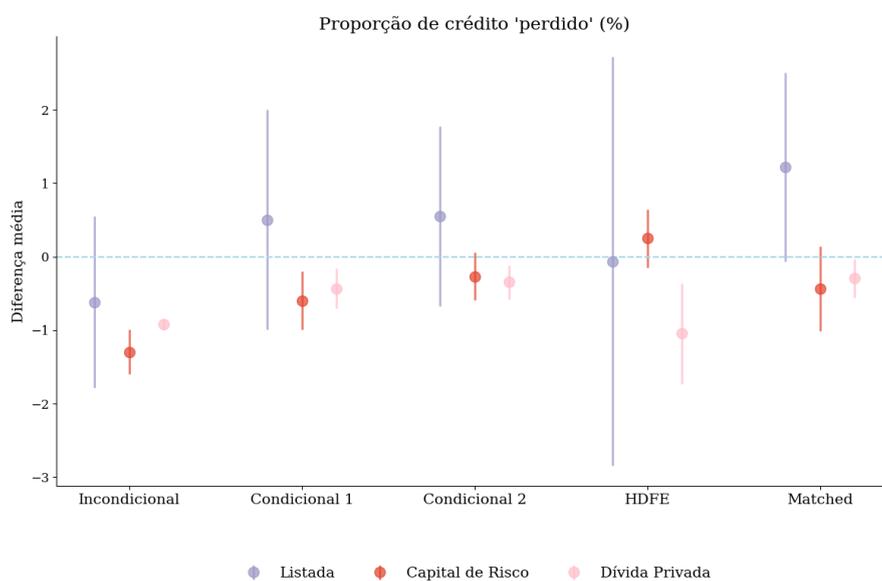
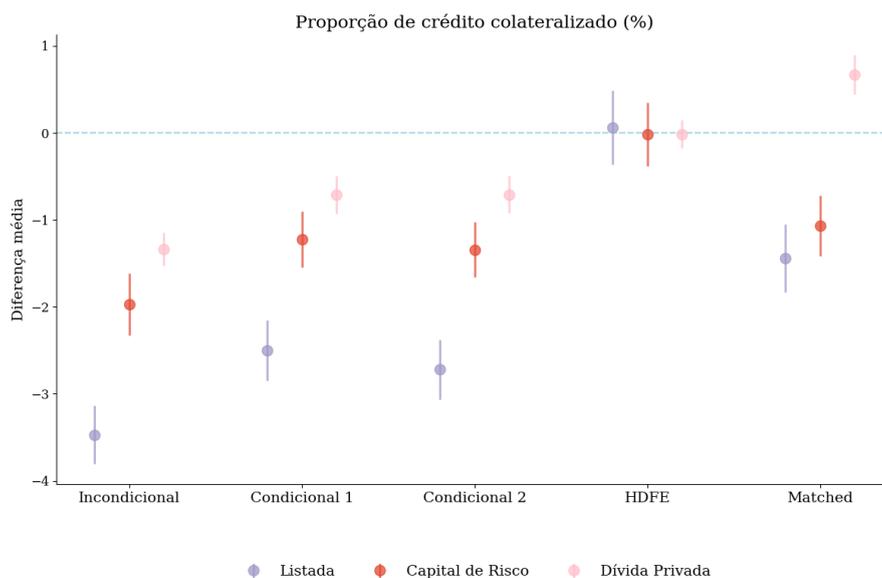


Figura 48: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas na proporção de crédito perdido



Finalmente, a Figura 49 mostra que as empresas listadas e as suas subsidiárias, bem como as empresas com capital de risco, tendem a estar associadas a uma menor proporção de crédito colateralizado. Pelo contrário, as empresas com dívida privada estão associadas a uma maior proporção de crédito colateralizado quando comparadas com contractuais equiparados (modelo Matched).

Figura 49: Diferença entre empresas tratadas e não tratadas no crédito colateralizado



3.6. Conclusões

A análise dos efeitos do acesso aos mercados de capitais no desempenho das empresas revelou resultados diferenciados entre os três grupos de empresas analisados: listadas e subsidiárias, beneficiárias de capital de risco e empresas com colocação privada de dívida. Estes resultados evidenciam como diferentes modalidades de acesso ao financiamento podem estar associadas a diferenças na produtividade, exportação, investimento em I&D, estrutura financeira e relações de crédito.

No que respeita à produtividade, as empresas listadas e subsidiárias apresentam uma vantagem relativa, especialmente em modelos que controlam para características observáveis. Contudo, esta vantagem dilui-se ao considerar efeitos fixos. Os resultados assentes no ‘matching’ apontam para uma maior produtividade no caso das empresas listadas e das suas subsidiárias, e para uma ligeira desvantagem na produtividade por parte das empresas com emissão privada de dívida e das empresas beneficiárias de capital de risco. As empresas com capital de risco apresentam também uma menor propensão a integrar o grupo de empresas fronteira.

Na vertente de exportação, as empresas com capital de risco destacam-se pela maior propensão e intensidade exportadora. Em contraste, as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentam uma menor propensão a exportar. Relativamente às empresas emissoras de dívida privada verificamos que elas têm uma maior propensão a exportar (contudo menor que as beneficiárias de capital de risco) e na margem intensiva não detetamos diferença relativamente ao grupo de controlo.

Em relação ao I&D, as empresas com capital de risco e com colocação privada de dívida apresentam uma maior propensão a alocar trabalhadores a atividades de I&D e a investir em atividades de I&D, com destaque para o grupo de capital de risco neste último ponto. Já as empresas listadas e subsidiárias não evidenciam vantagens significativas nestes domínios.

Considerando a rentabilidade dos ativos, medida pelo rácio entre o EBITDA e os ativos, encontramos evidência de que as empresas listadas e as suas subsidiárias se destacam por uma maior rentabilidade. Com menor robustez, mas não menor relevância, a rentabilidade dos capitais próprios parece poder ser superior nas empresas financiadas com capital de risco.

Encontramos evidência de que as empresas com acesso aos mercados de capitais aparentam um maior peso da dívida de curto prazo relativamente ao total da dívida. Note-se que este resultado é ‘mecânico’ para as empresas que emitem dívida privada, pois a natureza desta é de curto-prazo. Verificamos também que as empresas com capital de risco e dívida privada apresentam uma margem operacional mais estreita para cobrir despesas com juros.

Quanto às variáveis associadas às relações bancárias verificamos padrões distintos: as empresas com colocação privada de dívida apresentam um maior número de relações bancárias, o que se reflete numa menor concentração de créditos em alguns bancos. Por seu lado, as empresas listadas e as suas subsidiárias apresentam uma maior concentração no principal banco e um número reduzido de relações bancárias.

Por fim, no que diz respeito ao crédito perdido e delincente, as empresas com emissão privada de dívida destacam-se positivamente, apresentando a menor propensão a ter crédito perdido, bem como a menor proporção de crédito delincente sobre o total. Por seu lado, as empresas listadas e as suas subsidiárias também tendem a apresentar, relativamente às empresas sem acesso aos mercados de capitais, uma menor propensão a apresentar crédito delincente e menor proporção do mesmo no crédito total.

3.7. Bibliografia

Acemoglu, D., Aghion, P., & Zilibotti, F. (2006). Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. *Journal of the European Economic Association*, 4(1), 37–74. <https://doi.org/10.1162/jeea.2006.4.1.37>

Aghion, P. (2018). Innovation and Growth from a Schumpeterian Perspective. *Revue d'économie politique*, 128(5), 693–711. <https://doi.org/10.3917/redp.285.0693>

Aghion, P., Boustan, L., Hoxby, C., & Vandenbussche, J. (2009). The Causal Impact of Education on Economic Growth: Evidence from U.S. Unpublished working paper. https://scholar.harvard.edu/files/aghion/files/causal_impact_of_education.pdf

Alexandre, F. (Ed.). (2021). Do Made in ao Created in: Um Novo Paradigma para a Economia Portuguesa. Fundação Francisco Manuel dos Santos. <https://ffms.pt/pt-pt/estudos/do-made-ao-created-um-novo-paradigma-para-economia-portuguesa>

Alexandre, F., Bação, P., Carreira, C., Cerejeira, J., Loureiro, G., Martins, A., & Portela, M. (2017). Investimento Empresarial e o Crescimento da Economia Portuguesa. Fundação Calouste Gulbenkian. <https://gulbenkian.pt/agenda/investimento-empresarial-e-o-crescimento-da-economia-portuguesa/>

Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>

Banco de Portugal Microdata Research Laboratory (BPLIM) (2019): Central Credit Register - Firm Level Data. Extraction: June 2019. Version: V1. Banco de Portugal - BPLIM. Dataset. <https://doi.org/10.17900/CRC.FRM.Jun2019.V1>

Banco de Portugal Microdata Research Laboratory (BPLIM) (2023): Incentives Systems Data. Extraction: November 2023. Version: V1. Banco de Portugal - BPLIM. Dataset. <https://doi.org/10.17900/SI.Nov2023.V1>

Banco de Portugal Microdata Research Laboratory - BPLIM (2024a): Central Balance Sheet Harmonized Panel. Extraction: June 2024. Version: V1. Banco de Portugal. Dataset. <https://doi.org/10.17900/CB.CBHP.Jun2024.V1>

Banco de Portugal Microdata Research Laboratory (BPLIM) (2024b): Enterprise Groups Database. Extraction: January 2024. Version: V1. Banco de Portugal - BPLIM. Dataset. <https://doi.org/10.17900/GE.Jan2024.V1>

Banco de Portugal Microdata Research Laboratory (BPLIM) (2024c): Harmonized Central Credit Responsibility Database. Extraction: June 2024. Version: V1. Banco de Portugal - BPLIM. Dataset. <https://doi.org/10.17900/HCRC.Jun2024.V1>

Bennett, B., Stulz, R., & Wang, Z. (2020). Does the Stock Market Make Firms More Productive? *Journal of Financial Economics*, 136, 281–306. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.09.006>

Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80(3), 511–529. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.10.011>

Bernstein, S., Giroud, X., & Townsend, R. R. (2016). The Impact of Venture Capital Monitoring. *The Journal of Finance*, 71(4), 1591–1622. <https://doi.org/10.1111/jofi.12370>

Bosworth, B. (1975). The Stock Market and the Economy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1975(2), 257–300. <https://doi.org/10.2307/2534104>

Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in Financial Model Building. *The American Economic Review*, 58(2), 99–122. <http://www.jstor.org/stable/1831802>

Chemmanur, T. J., Loutskina, E., & Tian, X. (2014). Corporate Venture Capital, Value Creation, and Innovation. *The Review of Financial Studies*, 27(8), 2434–2473. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu033>

Chen, S., Lin, S., Xiao, J., & Zhang, P. (2022). Do managers learn from stock prices in emerging markets? Evidence from China. *The European Journal of Finance*, 28(4-5), 377–396. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2020.1850500>

Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1982). Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices. *The Journal of Finance*, 37(2), 275–287. <https://doi.org/10.2307/2327326>

Dow, J., & Gorton, G. (1997). Stock Market Efficiency and Economic Efficiency: Is There a Connection? *The Journal of Finance*, 52(3), 1087–1129. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02726.x>

Draghi, M. (2024). The Future of European Competitiveness. https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en

Durnev, A., Morck, R., & Yeung, B. (2004). Value-Enhancing Capital Budgeting and Firm-specific Stock Return Variation. *The Journal of Finance*, 59(1), 65–105. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00627.x>

Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2002). Is Information Risk a Determinant of Asset Returns? *The Journal of Finance*, 57(5), 2185–2221. <https://doi.org/https://doi.org/10.1111/1540->

6261.00493

Easley, D., Kiefer, N. M., O'Hara, M., & Paperman, J. B. (1996). Liquidity, Information, and Infrequently Traded Stocks. *The Journal of Finance*, 51(4), 1405–1436. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1996.tb04074.x>

Erickson, T., & Whited, T. M. (2000). Measurement Error and the Relationship between Investment and q . *Journal of Political Economy*, 108(5), 1027–1057. <https://doi.org/10.1086/317670>

European Securities and Markets Authority. (2020). ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities, No. 1. European Securities; Markets Authority. <https://www.esma.europa.eu/document/esma-report-trends-risks-and-vulnerabilities-no1-2020>

Fama, E. F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288–307. <http://www.jstor.org/stable/1837292>

Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., & Petersen, B. C. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141–206. <https://doi.org/10.2307/2534426>

Fulghieri, P., & Lukin, D. (2001). Information production, dilution costs, and optimal security design. *Journal of Financial Economics*, 61(1), 3–42. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00054-X](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00054-X)

Gala, V. D., Gomes, J. F., & Liu, T. (2024). Marginal q . Unpublished working paper. <https://ssrn.com/abstract=3559046>

Gill, I., & Kharas, H. (2007). An East Asian renaissance: Ideas for economic growth. *The International Bank for Reconstruction; Development / The World Bank*. <https://hdl.handle.net/10986/6798>

Grossman, S. J., & Stiglitz, J. E. (1980). On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. *The American Economic Review*, 70(3), 393–408. <https://www.jstor.org/stable/1805228>

Hall, B. J., & Liebman, J. B. (1998). Are CEOs Really Paid Like Bureaucrats? *The Quarterly Journal of Economics*, 113(3), 653–691. <https://doi.org/10.1162/003355398555702>

Haslanger, P., Lehmann, E. E., & Seitz, N. (2023). The performance effects of corporate venture capital: a meta-analysis. *The Journal of Technology Transfer*, 48(6), 2132–2160. <https://doi.org/10.1007/s10961-022-09954-w>

Hayashi, F. (1982). Tobin's Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation.

- Econometrica, 50(1), 213–224. <https://doi.org/10.2307/1912538>
- Hirshleifer, D. (1993). Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions. *Financial Management*, 22(2), 145–160. <https://doi.org/10.2307/3665866>
- Holmstrom, B. (1989). Agency costs and innovation. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 12(3), 305–327. [https://doi.org/10.1016/0167-2681\(89\)90025-5](https://doi.org/10.1016/0167-2681(89)90025-5)
- Holmstrom, B., & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678–709. <https://doi.org/10.1086/261893>
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323–329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Laverty, K. J. (1996). Economic "Short-Termism": The Debate, the Unresolved Issues, and the Implications for Management Practice and Research. *The Academy of Management Review*, 21(3), 825–860. <https://www.jstor.org/stable/259003>
- Lerner, J., & Nanda, R. (2020). Venture Capital's Role in Financing Innovation. *The Journal of Economic Perspectives*, 34(3), 237–261. <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>
- Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. Em P. Aghion & S. N. Durlauf (Eds.), *Handbook of Economic Growth* (Vol. 1, pp. 865–934). Elsevier. [https://doi.org/10.1016/S1574-0684\(05\)01012-9](https://doi.org/10.1016/S1574-0684(05)01012-9)
- Lucas, R. E., & Prescott, E. C. (1971). Investment Under Uncertainty. *Econometrica*, 39(5), 659–681. <https://doi.org/10.2307/1909571>
- Luo, Y. (2005). Do Insiders Learn from Outsiders? Evidence from Mergers and Acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(4), 1951–1982. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00784.x>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? *Journal of Financial Economics*, 58(1), 215–260. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00071-4](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00071-4)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms

have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)

Pantea, S., & Tkacik, M. (2024). Venture capital and high-tech start-ups in Europe: a systematic review of the empirical evidence. *Venture Capital*, forthcoming. <https://doi.org/10.1080/13691066.2024.2315069>

Roll, R. (1988). R2. *The Journal of Finance*, 43(2), 541–566. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04591.x>

Tobin, J. (1969). A General Equilibrium Approach to Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15–29. <https://doi.org/10.2307/1991374>

Wurgler, J. (2000). Financial markets and the allocation of capital. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 187–214. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00070-2](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00070-2)

3.8. Apêndices

Tabela 2: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis associadas à produtividade) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Vendas (1000€)	650.3	67.4	0.0	1,698.7
Resultado	27.8	0.9	-35.5	104.2
Líquido (1000€)				
VAB Real (1000€)	172.3	22.9	-8.1	494.2
Pessoal ao Serviço	6.2	2.0	0.0	18.0
VAB Real por trabalhador (1000€)	22.5	14.5	-4.3	60.1
Empresa fronteira (%)	7.5	0.0	0.0	100.0
Investe em I&D (%)	0.4	0.0	0.0	0.0
Investimento I&D / Vendas (%)	6.8	1.3	0.0	35.4
Investimento I&D / Ativos (%)	6.3	1.0	0.0	37.0
Tem trabalhador ID (%)	0.3	0.0	0.0	0.0
Pessoal ao Serviço em I&D	0.1	0.0	0.0	0.0
Pessoal ao Serviço em I&D	7.9	2.0	1.0	27.0

(com pessoal I&D)				
Proporção de trabalhadores I&D no total de trabalhadores	45.8	30.0	1.2	100.0
Fundo Europeu aprovado (%)	0.4	0.0	0.0	0.0
Valor Real dos fundos Europeus / Valor das vendas (%)	587.5	7.2	0.3	274.1
Valor Real dos fundos Europeus / Valor dos ativos (%)	824.4	7.1	0.3	182.7
Empresa exportadora (%)	14.1	0.0	0.0	100.0
Exportações / Vendas (%)	35.4	14.9	0.1	100.0

Tabela 3: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis de endividamento e liquidez) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Dívida / Ativos (%)	678.4	1.3	0.0	110.5
Dívida CP / Total de Dívida (%)	63.7	77.8	2.9	100.0
Ativos Corrente / (Ativos + Passivos Corrente) (%)	63.4	66.4	9.1	100.0

Tabela 4: Empresas sem participação nos mercados de capitais (variáveis de crédito) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Número de relações bancárias	2.0	1.0	1.0	5.0
Proporção de crédito detida pelo principal banco	83.6	100.0	40.5	100.0
Índice de concentração bancária	0.8	1.0	0.3	1.0
Proporção de crédito	9.5	10.0	6.9	10.0

colateralizado (%)				
Proporção de crédito delincente (%)	4.8	3.5	0.0	10.0
Proporção de crédito 'perdido' (%)	5.6	7.0	0.0	10.0
Empresa com crédito delincente (%)	6.8	0.0	0.0	100.0
Empresa com crédito perdido (%)	1.1	0.0	0.0	0.0

Tabela 5: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis associadas à produtividade) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Vendas (1000€)	66,890.0	1,929.0	0.0	157,286.5
Resultado Líquido (1000€)	6,500.0	56.6	-3,573.9	21,566.3
VAB Real (1000€)	12,926.4	724.2	-144.4	48,340.3
Pessoal ao Serviço	191.3	6.0	0.0	554.0
VAB Real por trabalhador (1000€)	513.0	47.1	-25.9	892.4
Empresa fronteira (%)	27.8	0.0	0.0	100.0
Investe em I&D (%)	2.0	0.0	0.0	0.0
Investimento I&D / Vendas (%)	2.4	0.2	0.0	30.6
Investimento I&D / Ativos (%)	0.4	0.2	0.0	2.0
Tem trabalhador ID (%)	3.4	0.0	0.0	0.0
Pessoal ao Serviço em I&D	1.1	0.0	0.0	8.0
Pessoal ao Serviço em I&D (com pessoal I&D)	9.9	7.0	1.0	36.0
Proporção de trabalhadores I&D no total de trabalhadores	24.0	8.1	0.2	100.0
Fundo Europeu aprovado (%)	1.6	0.0	0.0	0.0
Valor Real dos fundos Europeus / Valor das vendas (%)	81.8	1.4	0.0	954.8
Valor Real dos fundos Europeus / Valor dos ativos (%)	4.8	1.5	0.0	36.8
Empresa exportadora (%)	28.3	0.0	0.0	100.0
Exportações / Vendas (%)	28.5	9.9	0.1	99.6

Tabela 6: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis de endividamento e liquidez) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Dívida / Ativos (%)	741.0	10.4	0.0	102.4
Dívida CP / Total de Dívida (%)	50.1	42.1	1.1	100.0
Ativos Corrente / (Ativos + Passivos Corrente) (%)	57.5	57.4	8.3	99.1

Tabela 7: Empresas listadas e subsidiárias PT (variáveis de crédito) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Número de relações bancárias	3.3	2.0	1.0	8.0
Proporção de crédito detida pelo principal banco	77.7	90.2	31.6	100.0
Índice de concentração bancária	0.7	0.8	0.2	1.0
Proporção de crédito colateralizado (%)	7.0	8.7	0.1	10.0
Proporção de crédito delincente (%)	2.7	0.9	0.0	10.0
Proporção de crédito 'perdido' (%)	4.6	2.5	0.0	10.0
Empresa com crédito delincente (%)	9.8	0.0	0.0	100.0
Empresa com crédito perdido (%)	1.4	0.0	0.0	0.0

Tabela 8: Empresas com capital de risco PT (variáveis associadas à produtividade) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Vendas (1000€)	3,774.4	204.3	0.0	17,440.1
Resultado Líquido (1000€)	-157.3	-28.5	-2,500.5	1,813.6
VAB Real (1000€)	892.3	57.6	-158.0	4,716.9
Pessoal ao Serviço	31.5	5.0	0.0	136.0
VAB Real por trabalhador (1000€)	88.0	19.7	-30.4	121.2
Empresa fronteira (%)	13.9	0.0	0.0	100.0
Investe em I&D (%)	6.1	0.0	0.0	100.0
Investimento I&D / Vendas (%)	18.0	7.8	0.0	65.2
Investimento I&D / Ativos (%)	13.2	4.9	0.0	45.8
Tem trabalhador ID (%)	6.0	0.0	0.0	100.0
Pessoal ao Serviço em I&D	2.1	0.0	0.0	9.0
Pessoal ao Serviço em I&D (com pessoal I&D)	11.2	4.0	1.0	21.0
Proporção de trabalhadores I&D no total de trabalhadores	39.3	25.0	0.7	100.0
Fundo Europeu aprovado (%)	8.1	0.0	0.0	100.0
Valor Real dos fundos Europeus / Valor das vendas (%)	203.1	16.6	1.1	366.2
Valor Real dos fundos Europeus / Valor dos ativos (%)	214.0	7.0	0.8	63.1
Empresa exportadora (%)	40.3	0.0	0.0	100.0
Exportações / Vendas (%)	51.5	53.1	0.7	100.0

Tabela 9: Empresas com capital de risco PT (variáveis de endividamento e de liquidez) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Dívida / Ativos (%)	69.5	18.0	0.0	128.1
Dívida CP / Total de Dívida (%)	50.6	43.6	0.9	100.0
Ativos Corrente / (Ativos + Passivos Corrente) (%)	60.2	59.8	6.7	99.5

Tabela 10: Empresas com capital de risco PT (variáveis de crédito) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Número de relações bancárias	3.0	2.0	1.0	9.0
Proporção de crédito detida pelo principal banco	79.4	95.7	32.8	100.0
Índice de concentração bancária	0.7	0.9	0.2	1.0
Proporção de crédito colateralizado (%)	8.7	9.8	3.9	10.0
Proporção de crédito delincente (%)	3.2	2.0	0.0	10.0
Proporção de crédito 'perdido' (%)	3.5	3.3	0.0	10.0
Empresa com crédito delincente (%)	12.1	0.0	0.0	100.0
Empresa com crédito perdido (%)	2.5	0.0	0.0	0.0

Tabela 11: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis associadas à produtividade) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Vendas (1000€)	47,724.7	16,661.1	146.6	155,542.9
Resultado Líquido (1000€)	6,376.7	911.1	-1,176.9	20,199.4
VAB Real (1000€)	9,891.0	3,798.1	-33.3	37,659.1
Pessoal ao Serviço	176.8	81.0	0.0	605.0
VAB Real por trabalhador (1000€)	132.8	41.0	4.7	271.0
Empresa fronteira (%)	45.0	0.0	0.0	100.0
Investe em I&D (%)	4.4	0.0	0.0	0.0
Investimento I&D / Vendas (%)	0.9	0.2	0.0	5.8
Investimento I&D / Ativos (%)	0.5	0.1	0.0	2.0
Tem trabalhador ID (%)	18.0	0.0	0.0	100.0
Pessoal ao Serviço em I&D	7.5	0.0	0.0	30.0
Pessoal ao Serviço em I&D (com pessoal I&D)	17.6	9.0	1.0	58.0
Proporção de trabalhadores I&D no total de trabalhadores	9.1	4.2	0.4	37.5
Fundo Europeu aprovado (%)	13.5	0.0	0.0	100.0
Valor Real dos fundos Europeus / Valor das vendas (%)	2.9	1.2	0.1	11.2
Valor Real dos fundos Europeus / Valor dos ativos (%)	2.4	1.1	0.0	10.7
Empresa exportadora (%)	69.8	100.0	0.0	100.0
Exportações / Vendas (%)	39.3	31.0	0.1	97.3

Tabela 12: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis de endividamento e de liquidez) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Dívida / Ativos (%)	36.0	31.5	5.4	72.1
Dívida CP / Total de Dívida (%)	51.4	48.5	7.0	100.0
Ativos Corrente / (Ativos + Passivos Corrente) (%)	53.8	57.0	11.6	82.0

Tabela 13: Empresas com colocação privada de dívida (variáveis de crédito) - 2019

	Média	Mediana	P5	P95
Número de relações bancárias	6.8	6.0	1.0	13.0
Proporção de crédito detida pelo principal banco	51.1	43.1	21.9	100.0
Índice de concentração bancária	0.4	0.3	0.1	1.0
Proporção de crédito colateralizado (%)	7.6	8.6	0.8	10.0
Proporção de crédito delincente (%)	0.2	0.0	0.0	1.8
Proporção de crédito 'perdido' (%)	0.3	0.3	0.3	0.3
Empresa com crédito delincente (%)	13.6	0.0	0.0	100.0
Empresa com crédito perdido (%)	0.1	0.0	0.0	0.0

Figura 50: Proporção de empresas exportadoras

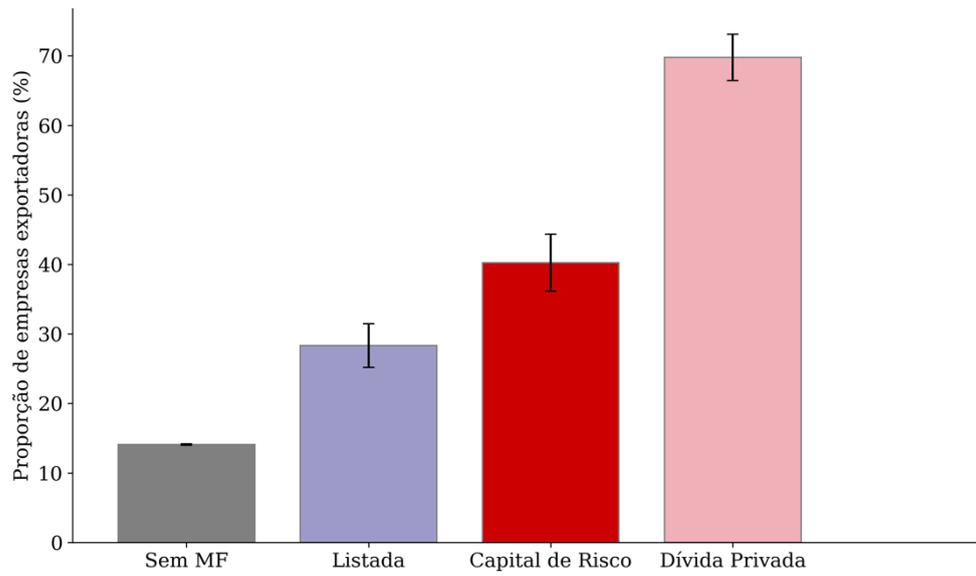


Figura 51: Proporção de empresas que investem em I&D

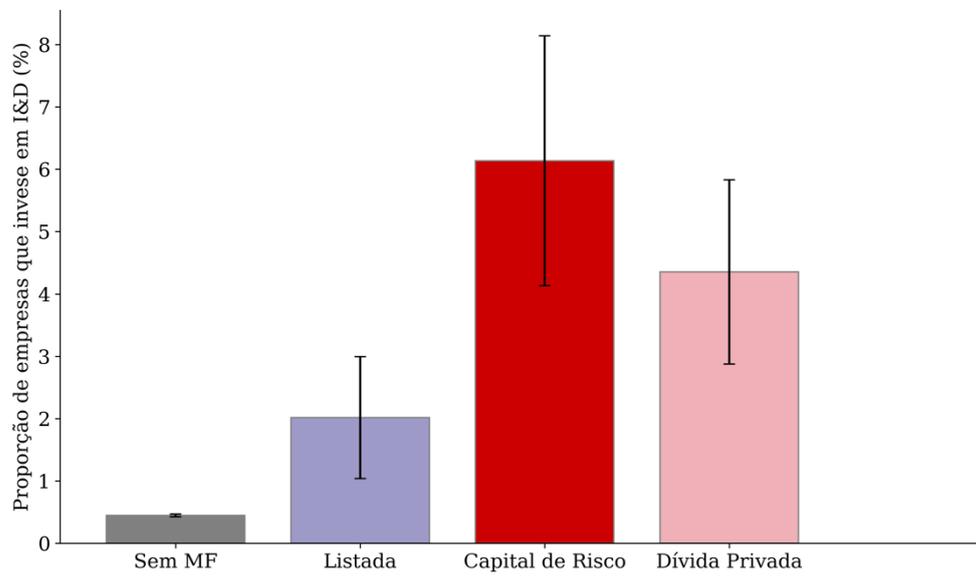


Figura 52: Proporção de empresas com trabalhador alocado a I&D

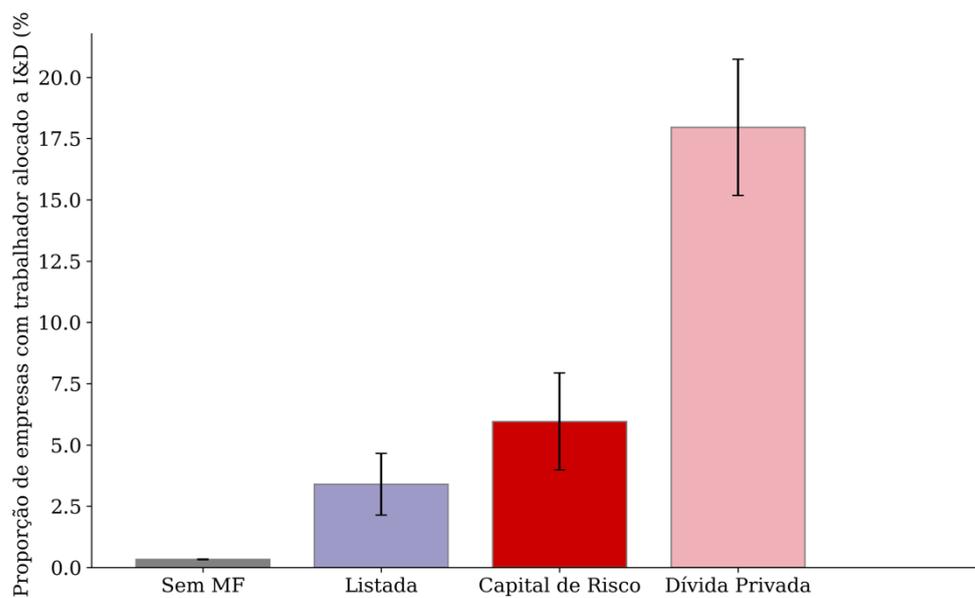


Figura 53: Proporção de empresas com fundos Europeus

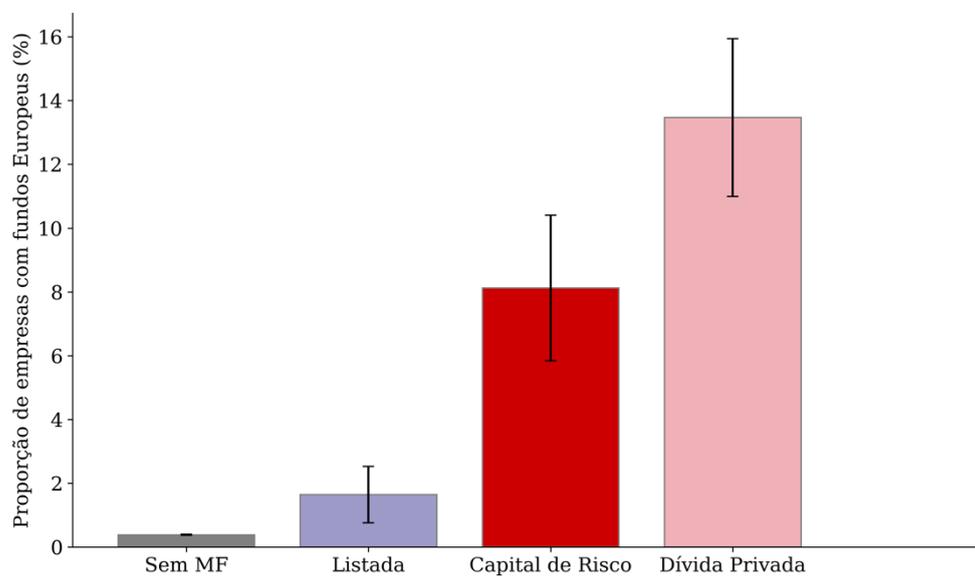


Figura 54: Distribuição do VAB por trabalhador por grupo de tratamento

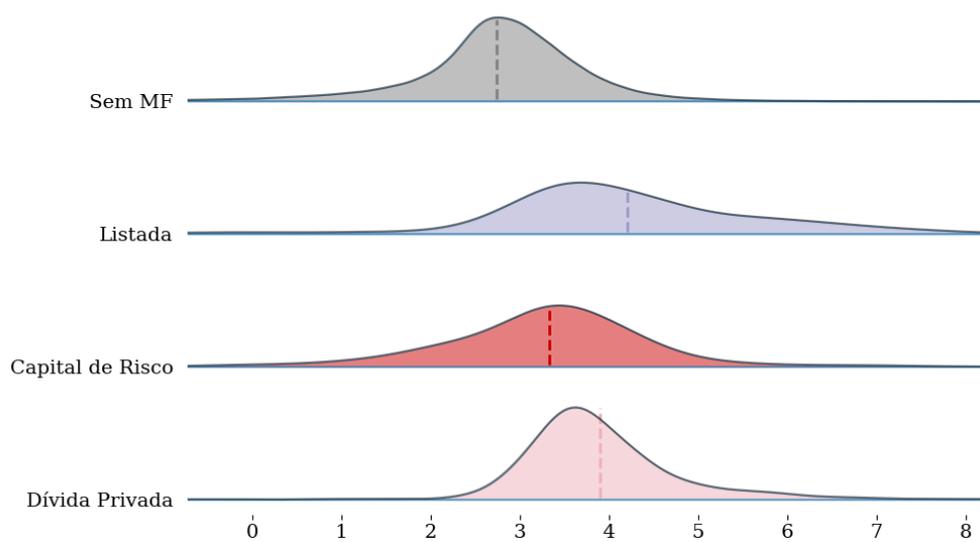


Figura 55: Proporção de empresas fronteira

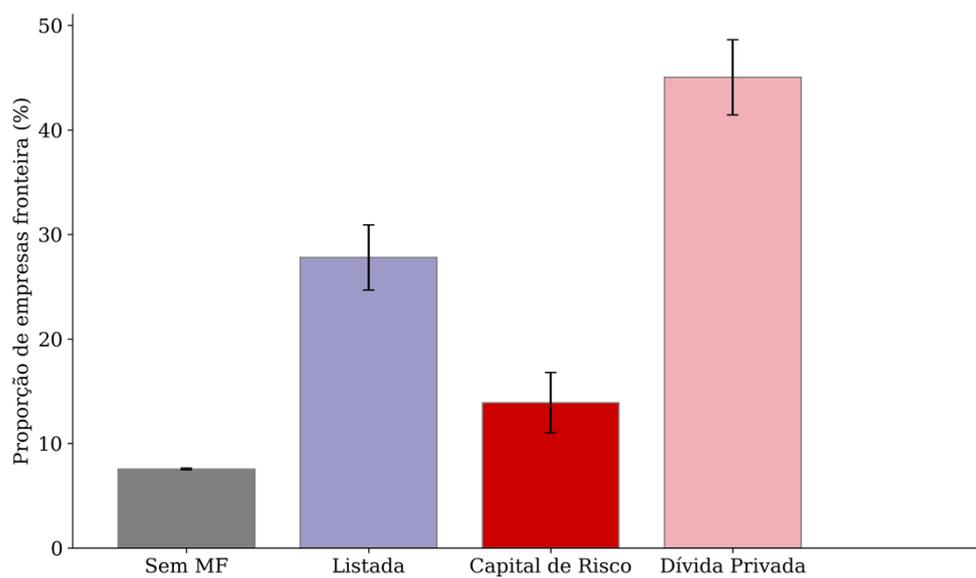


Figura 56: Distribuição da liquidez por grupo de tratamento

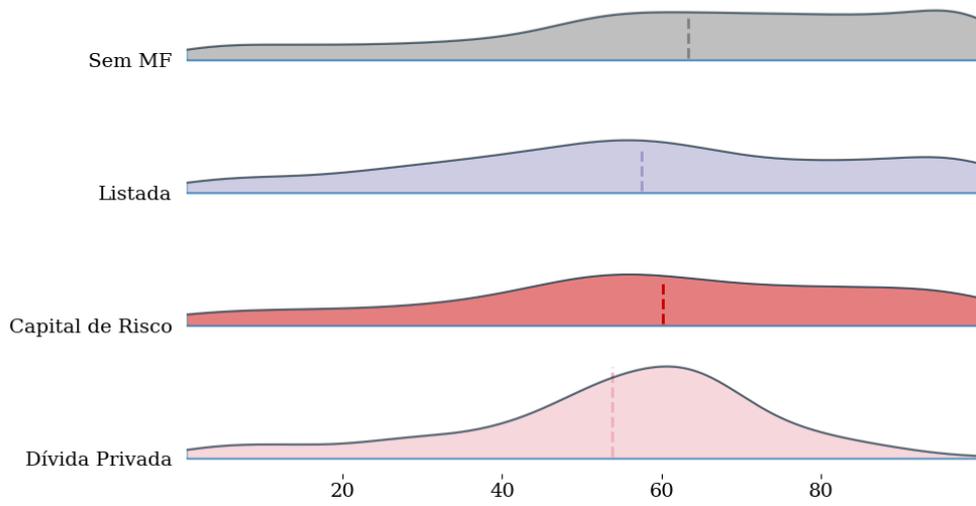


Figura 57: Distribuição no leverage por grupo de tratamento

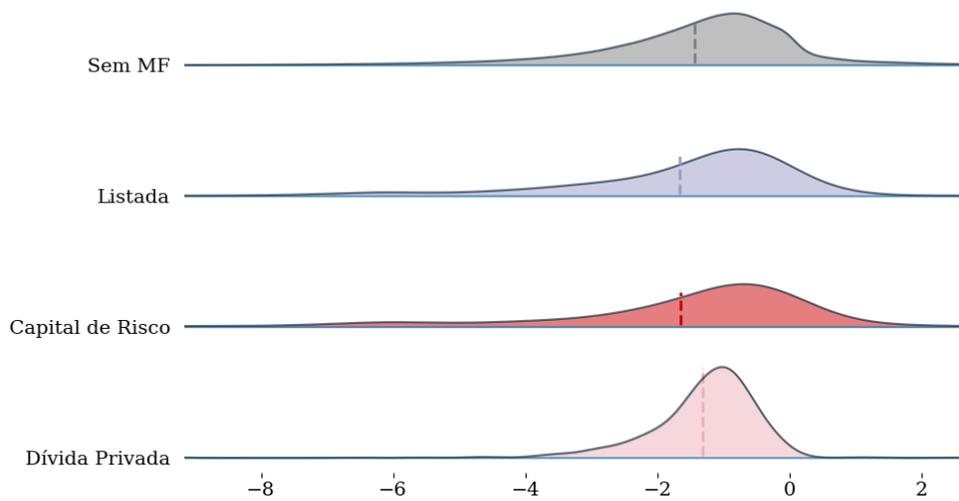


Figura 58: Distribuição da rentabilidade dos ativos por grupo de tratamento

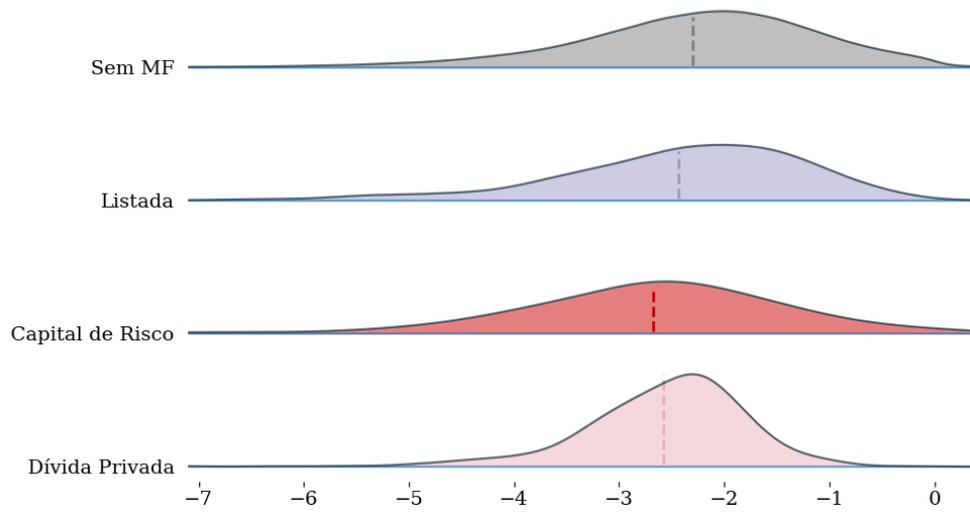
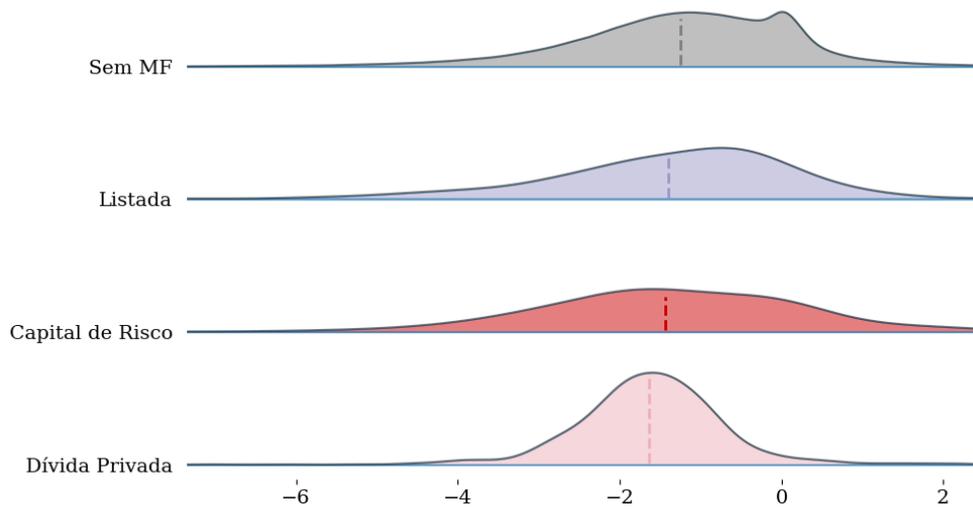


Figura 59: Distribuição da rentabilidade do capital próprio por grupo de tratamento



Capítulo 4.

Instrumentos financeiros de médio e longo prazo e a promoção da poupança

Ana Isabel Sá

Miguel Portela

Pedro Bação

Dezembro 2024

Índice

Capítulo 4. Instrumentos financeiros de médio e longo prazo e a promoção da poupança	255
4.1. Introdução.....	262
4.2. Revisão de literatura	264
4.3. Fontes de dados, amostra e cobertura da análise	271
4.4. Descrição da amostra.....	273
4.5. Caracterização da participação das famílias no mercado de capitais	276
4.5.1. Decomposição de ativos reais e financeiros	276
4.5.2. As diferentes dimensões/hipóteses que influenciam a participação	279
4.5.3. [H1] Riqueza.....	280
4.5.4. [H2] Rendimento	281
4.5.5. [H3] Idade, Género e Educação.....	283
4.5.6. [H4] Estrutura Familiar	285
4.5.7. [H5] Estabilidade Financeira	286
4.5.8. [H6] Poupança	287
4.5.9. [H7] Planos de pensões.....	287
4.5.10. [H8] Perfil de investimento e aversão ao risco	288
4.6. Reflexão sobre os fatores determinantes para a participação no mercado de capitais.....	290
4.6.1. Modelo geral.....	290
4.6.2. Efeitos fixos por país	291
4.6.3. [H1] Riqueza.....	293
4.6.4. [H2] Rendimento	295
4.6.5. [H3] Idade, Género e Educação.....	296
4.6.6. [H4] Estrutura Familiar	299
4.6.7. [H5] Estabilidade Financeira	300
4.6.8. [H6] Poupança	300
4.6.9. [H7] Planos de pensões.....	301
4.6.10. [H8] Perfil de investimento e aversão ao risco	301
4.6.11. Comportamento por quintil da riqueza	302
4.7. Estimacões complementares.....	304
4.7.1. Estimativas usando as edições do HFCS para Portugal.....	304

4.7.2. O desenvolvimento/dinamismo do mercado de capitais.....	308
4.8. Conclusões.....	310
A. Metodologia de recolha de dados e classificação	313
4.8.1. A.1 Utilização de ferramenta de múltipla imputação em Stata (comando: mi).....	313
4.8.2. A.2 Criação de novas variáveis	313
4.8.3. A.3 Exclusão de países	314
B. Definição das variáveis.....	315
C. Estatísticas Descritivas Portugal de 2010-2021.....	317
D. Estatísticas Descritivas por país	321
E. Participação no mercado de capitais, acionista, obrigacionista e de fundos.....	338
4.8.4. E.1 Regressão Base - Zona Euro	338
4.8.5. E.2 Regressão Complementar – Portugal	345
4.8.6. E.3 Regressão Complementar – O desenvolvimento/dinamismo do mercado de capitais	
348	
4.9. Bibliografia.....	351

Lista de Figuras

Figura 1 - Decomposição da riqueza em ativos reais e ativos financeiros.....	276
Figura 2 - Decomposição da riqueza por tipologia de ativo	277
Figura 3 - Decomposição de ativos financeiros por tipologia.....	278
Figura 4 - Participação no mercado de capitais em comparação com as famílias portuguesas	279
Figura 5 - Participação no mercado de capitais por quintil de riqueza	280
Figura 6 - Participação no mercado de capitais do quinto quintil de riqueza em comparação com Portugal	281
Figura 7 - Participação no mercado de capitais do quintil 3 de riqueza em comparação com Portugal	281
Figura 8 - Participação no mercado de capitais por quintil de rendimento.....	282
Figura 9 - Participação no mercado de capitais do quinto quintil de rendimento em comparação com Portugal.....	282
Figura 10 - Participação no mercado de capitais do terceiro quintil de rendimento em comparação com Portugal.....	283
Figura 11 - Participação no mercado de capitais por distribuição de género e educação da pessoa de referência.....	283
Figura 12 - Participação no mercado de capitais por idade e educação da pessoa de referência.....	284
Figura 13 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado inclui ou não membros reformados	285
Figura 14 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado inclui ou não crianças	286
Figura 15 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado considera ter restrições de crédito ou não.....	286
Figura 16 - Participação no mercado de capitais quando um dos objetivos de poupança é poupar para a reforma.....	287
Figura 17 - Participação no mercado de capitais e a presença de planos de pensões voluntários	288
Figura 18 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Alto.....	289
Figura 19 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Médio	289
Figura 20 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Baixo	289
Figura 21 - Participação no mercado de capitais – Dummies por país tendo como referência Portugal	292
Figura 22 - Participação no mercado acionista – Dummies por país tendo como referência Portugal.....	292
Figura 23 - Participação no mercado obrigacionista – Dummies por país tendo como referência Portugal	293
Figura 24 - Participação no mercado de fundos de investimento – Dummies por país tendo como referência Portugal	293

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Número de observações por país	273
Tabela 2 - Estatísticas Descritivas da amostra dos 18 países	275
Tabela 3 - Coeficientes estimados para os níveis de riqueza	294
Tabela 4 - Coeficientes estimados para a habitação.....	294
Tabela 5 - Coeficientes estimados para os níveis de rendimento.....	295
Tabela 6 - Coeficientes estimados para idade, género e educação.....	296
Tabela 7 - Coeficientes estimados para a estrutura familiar	299
Tabela 8 - Coeficientes estimados para a estabilidade financeira.....	300
Tabela 9 - Coeficientes estimados para a poupança.....	301
Tabela 10 - Coeficientes estimados para os planos de pensões voluntários	301
Tabela 11 - Coeficientes estimados para os perfis de investimento.....	302
Tabela 12 - Coeficientes estimados para os objetivos de poupança	306
Tabela 13 – Classificação dos países de acordo com o nível de desenvolvimento/dinamismo	308
Tabela 14 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2021 (Quarta edição do HCFS)	317
Tabela 15 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2017 (Terceira edição do HCFS).....	317
Tabela 16 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2014 (Segunda edição do HCFS)	319
Tabela 17 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2010 (Primeira edição do HCFS)	320
Tabela 18 - Estatísticas Descritivas para AT	321
Tabela 19 - Estatísticas Descritivas para BE	322
Tabela 20 - Estatísticas Descritivas para CY	323
Tabela 21 - Estatísticas Descritivas para DE	324
Tabela 22 - Estatísticas Descritivas para EE.....	325
Tabela 23 - Estatísticas Descritivas para ES	326
Tabela 24 - Estatísticas Descritivas para FI	327
Tabela 25 - Estatísticas Descritivas para FR.....	328
Tabela 26 - Estatísticas Descritivas para GR	329
Tabela 27 - Estatísticas Descritivas para IT	330
Tabela 28 - Estatísticas Descritivas para HR	331
Tabela 29 - Estatísticas Descritivas para LT.....	332
Tabela 30 - Estatísticas Descritivas para LU	333
Tabela 31 - Estatísticas Descritivas para LV	334
Tabela 32 - Estatísticas Descritivas para NL	335
Tabela 33 - Estatísticas Descritivas para SI.....	336
Tabela 34 - Estatísticas Descritivas para SK	337
Tabela 35 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI	338

Tabela 36 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 1º Quintil de Riqueza.....	340
Tabela 37 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 2º Quintil de Riqueza.....	341
Tabela 38 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 3º Quintil de Riqueza.....	342
Tabela 39 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 4º Quintil de Riqueza.....	343
Tabela 40 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 5º Quintil de Riqueza.....	344
Tabela 41 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Capitais em Portugal	345
Tabela 42 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Ações em Portugal	346
Tabela 43 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Obrigações em Portugal	346
Tabela 44 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Fundos de Investimento em Portugal	348
Tabela 45 - Regressão Complementar: Impacto do dinamismo do mercado de capitais na participação das famílias – variável 1	349
Tabela 46 - Regressão Complementar: Impacto do dinamismo do mercado de capitais na participação das famílias – variável 2	350

Lista de acrónimos e abreviaturas

HFCS	Household Finance and Consumption Survey
BCE	Banco Central Europeu
AT	Áustria
BE	Bélgica
CY	Chipre
DE	Alemanha
EE	Estónia
ES	Espanha
FI	Finlândia
FR	França
GR	Grécia
HR	Croácia
HU	Hungria
IT	Itália
LT	Lituânia
LU	Luxemburgo
LV	Letónia
NL	Países Baixos
PT	Portugal
SI	Eslovénia
SK	Eslováquia

4.1. Introdução

A principal função de um mercado financeiro é facilitar o encontro entre quem necessita de fundos e quem quer investir os fundos de que dispõe. Em princípio, estar numa situação em que não se tem nem necessidade nem disponibilidade de fundos será relativamente pouco frequente. Assim, na ausência de obstáculos ao investimento em produtos financeiros, seria de esperar que boa parte da população (pelo menos a parte da população com disponibilidade de fundos) participasse nos mercados de capitais, procurando beneficiar de rendimentos mais elevados e da possibilidade de diversificar as suas aplicações financeiras. Contudo, tal não é o caso em muitos países. Segundo os dados apresentados em Christelis, Georgarakos e Haliassos (2013), entre os agregados familiares europeus em que os elementos do casal têm mais de 50 anos, apenas 26% possuem ações, o que contrasta com a taxa de 49,7% entre as famílias dos EUA.

O que explica a baixa taxa de participação no mercado de capitais observada na Europa e, em particular, em Portugal? Esta é a principal questão discutida neste capítulo do estudo sobre o desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento da economia portuguesa. De acordo com os dados, para o período 2015-2018, apresentados por Kozina, Tartamella e Tsigkas (2021), as famílias portuguesas tendem a manter uma proporção bastante maior da sua riqueza sob a forma de depósitos bancários (27,9%) do que a média da União Europeia (16,4%). Ainda de acordo com a mesma fonte, o peso das ações e dos fundos de investimento na carteira das famílias portuguesas (16,9%) está um pouco acima da média europeia (15,2%). Note-se que esta média europeia de 15,2% resulta da agregação de valores com grande amplitude onde se incluem países como a Suécia (37,7%), a Estónia (31,2%), a Dinamarca (29,8%) e a Finlândia (27,4%).

Tendo em conta este contexto, neste capítulo apresentamos e discutimos resultados sobre o que determina a aplicação da poupança em ativos alternativos aos depósitos bancários, nomeadamente em ativos financeiros que potenciam o mercado de capitais (tais como ações, obrigações e unidades de participação em fundos de investimento). A análise tem por base uma amostra composta por agregados familiares de 18 países da União Europeia. A fonte dos dados é a quarta edição do Inquérito sobre o Financiamento e Consumo das Famílias (*Household Finance and Consumption Survey - HFCS*) com referência ao ano de 2021.

O capítulo está organizado da seguinte forma. Na próxima secção faz-se uma revisão da literatura relativa às decisões financeiras das famílias, com ênfase no que determina a sua decisão de participar em mercados de ativos com risco mais elevado, como as ações. Em seguida são apresentadas as fontes dos dados e a informação recolhida. A quarta secção caracteriza quantitativamente a amostra utilizada na análise empírica. Como preparação para a análise econométrica, na quinta secção são apresentadas estatísticas sobre a carteira dos agregados familiares presentes na amostra e sobre as variáveis que

podem influenciar a sua participação nos mercados de capitais. Os resultados da análise econométrica são expostos e discutidos na sexta secção. Essa análise econométrica supõe que a razão para a diferença nas taxas de participação entre países resulta de diferenças nos valores das variáveis que determinam essa participação. No final dessa secção apresentamos os resultados obtidos quando se admite que o comportamento dos agregados familiares pode ser diferente consoante o nível de riqueza. Na secção 7 admitimos duas outras formas de heterogeneidade. Primeiro, estimamos o modelo apenas para os agregados familiares residentes em Portugal. O modelo estimado será um pouco diferente do discutido na secção 6, pois incluirá informação sobre os objetivos da poupança; esta componente não consta do modelo base, pois os dados correspondentes não são comparáveis entre países. Além disso, também estimamos o modelo para cada uma das edições anteriores do inquérito (2010, 2014 e 2017) com vista a detetar eventuais padrões de evolução temporal do comportamento dos agregados familiares em Portugal. Na segunda forma de heterogeneidade estudada na secção 7, admite-se que o comportamento dos agentes depende do nível de desenvolvimento, ou da dinâmica, do mercado de capitais em cada país. Para tal, procede-se à divisão da amostra em países com elevado e baixo dinamismo do mercado de capitais, acrescentando-se ao modelo uma variável binária para identificar os países com elevado dinamismo; numa formulação alternativa, a amostra é dividida em países com elevado e baixo nível de desenvolvimento do mercado de capitais. A secção 8 conclui este capítulo.

4.2. Revisão de literatura

Esta secção apresenta alguns dos resultados mais importantes dos trabalhos sobre as finanças das famílias. Discussões mais detalhadas podem ser lidas em Campbell (2006), Gomes (2020) e Gomes, Haliassos e Ramadorai (2021), que forneceram uma parte importante da informação reportada nesta secção.

No modelo básico de Merton (1969), um indivíduo escolhe como repartir a sua carteira de títulos entre um ativo sem risco e um ativo com risco. O objetivo do indivíduo é maximizar a utilidade que terá ao longo da vida em resultado dos seus níveis de consumo. Na solução que Merton apresenta para esse modelo, a proporção da riqueza do indivíduo aplicada em ativos com risco depende da diferença entre o rendimento esperado do ativo com risco e o rendimento do ativo sem risco, do nível de incerteza associado ao ativo com risco e das preferências do indivíduo (nomeadamente, da sua “aversão ao risco”, limitando-se o modelo de Merton à análise do efeito de um tipo relativamente fraco de aversão ao risco).¹

Note-se que, de acordo com a solução apresentada por Merton, a proporção da riqueza do indivíduo aplicada em ativos com risco é independente de variáveis como a riqueza e a idade do indivíduo. Em Merton (1971), os modelos analisados produzem soluções em que estas variáveis podem ter algum papel, mas de certa forma secundário. Porém, os dados estatísticos mostram que os indivíduos mais ricos participam mais no mercado acionista do que os indivíduos mais pobres. Quanto à idade, é difícil afirmar qual a sua relação com a participação no mercado acionista, já que são necessárias hipóteses adicionais para distinguir o efeito da idade do efeito do período de tempo a que os dados se referem e do efeito da geração a que cada indivíduo pertence (coorte). As estimativas apresentadas em Fagereng, Gottlieb e Guiso (2017), baseadas no comportamento de agregados familiares noruegueses observados de 1995 a 2009, sugerem que a taxa de participação no mercado acionista aumenta até cerca dos 60 anos, diminuindo em seguida.

Merton (1971) também acrescenta ao modelo básico a possibilidade de o indivíduo receber rendimentos salariais, para além dos rendimentos de capitais resultantes dos investimentos nos ativos com e sem risco. Supondo que o salário é constante, a conclusão do modelo é que o indivíduo aumenta a fração da riqueza financeira aplicada no ativo com risco em função da importância do valor atual dos salários face à sua riqueza financeira. Esta conclusão depende da hipótese quanto à relação entre os rendimentos salariais e os rendimentos do ativo com risco. Se os dois tipos de rendimento estiverem positivamente correlacionados de forma suficientemente forte, então investir no ativo com risco irá reforçar a exposição ao mesmo tipo de risco que subjaz aos rendimentos salariais, resultando na conclusão oposta.

¹ Veremos mais adiante que a consideração de um tipo mais forte de aversão ao risco pode mudar algumas conclusões do modelo.

Assim, no caso em que a correlação entre o salário e o rendimento do ativo com risco é elevada, quanto maior for a importância dos salários, menor será a proporção da riqueza financeira investida em ativos com risco. Porém, as estimativas mencionadas em Gomes (2020, p.280) apontam no sentido de esta situação ser pouco provável; os dados indicam que a correlação está próxima de zero, tornando a conclusão original de Merton mais plausível.

No modelo de Merton, entre indivíduos com a mesma riqueza e idade, poderá haver diferenças no peso do ativo com risco na riqueza financeira de acordo com o grau de aversão ao risco: indivíduos mais avessos ao risco aplicarão uma parcela menor da sua riqueza financeira no ativo com risco. Se, como é comum supor, o rendimento esperado do ativo com risco for superior ao rendimento do ativo sem risco, então todos os indivíduos, independentemente da riqueza, da idade e da aversão ao risco, têm vantagem em deter uma parte da sua riqueza sob a forma do ativo com risco. No entanto, as taxas de participação nos mercados financeiros de ativos com risco observadas são relativamente baixas. Segundo Gomes (2020, p.288), esta é a observação empírica mais importante no que diz respeito às decisões financeiras das famílias.

A título de ilustração, note-se que na amostra analisada por Christelis, Georgarakos e Haliassos (2013), que se limita aos agregados familiares em que o casal (ou o indivíduo, se não tiver parceiro) tem uma idade média igual ou superior a 50 anos, a percentagem de agregados que possuem direta ou indiretamente ações é 50% nos EUA e 26% no conjunto dos países europeus incluídos na amostra (que não inclui Portugal). Contudo, entre os países europeus há diferenças muito significativas na taxa de participação, muito maiores do que as diferenças entre diferentes regiões dos EUA. Com efeito, a taxa de participação varia entre cerca de 10% na Áustria, na Espanha, na Grécia e na Itália, e cerca de 70% na Suécia. Outros países com taxas de participação relativamente elevadas são a Dinamarca (56%), a França (43%), a Inglaterra (39%), a Bélgica (38%) e a Suíça (36%).

Gomes (2020, p.288) e Gomes, Haliassos e Ramadorai (2021) agrupam as explicações para a reduzida participação no mercado acionista em quatro categorias:

- Preferências – Como referimos anteriormente, o modelo de Merton considera um tipo de aversão ao risco relativamente fraco. No modelo proposto por Peijnenburg (2018) supõe-se que o indivíduo não sabe quais são as probabilidades associadas ao comportamento do rendimento do ativo com risco e que, além disso, o indivíduo prefere situações em que as probabilidades são conhecidas, ou seja, o indivíduo tem “aversão à ambiguidade”. Esta aversão à ambiguidade constitui um tipo mais forte de aversão ao risco, a qual, no modelo de Peijnenburg, abre a porta para a possibilidade de o indivíduo preferir não participar no mercado acionista. Modelos como o de Peijnenburg (Gomes, Haliassos e Ramadorai, 2021, referem outros estudos dentro desta linha), que analisam o comportamento de indivíduos com tipos mais fortes de aversão ao risco,

mostram que essa aversão ao risco pode contribuir para a reduzida taxa de participação no mercado acionista observada.

- Riscos – As versões do modelo de Merton com rendimentos salariais centraram a discussão na correlação entre o salário e o rendimento do ativo com risco. Benzoni, Collin-Dufresne e Goldstein (2007) analisam um modelo em que há uma relação entre os salários e os dividendos no longo prazo, mas em que essas variáveis se podem afastar uma da outra de forma mais ou menos significativa no curto prazo – há uma relação forte no longo prazo entre os salários e o rendimento do ativo com risco, mas há uma relação mais fraca no curto prazo. Este facto leva a que os indivíduos mais jovens olhem para a relação entre salários e dividendos de forma diferente dos indivíduos menos jovens. Os mais jovens, que têm um horizonte temporal longo, vêem os rendimentos salariais como estando fortemente relacionados com os rendimentos do ativo com risco, pelo que estarão menos interessados em investir no ativo com risco. Os menos jovens, pelo contrário, terão um horizonte temporal mais curto, durante o qual a relação entre os rendimentos salariais e o rendimento do ativo com risco será mais fraca e se poderá afastar da relação de longo prazo. Assim, os menos jovens estarão mais dispostos a participar no mercado acionista. Guiso, Sapienza e Zingales (2008) discutem o efeito de outro tipo de risco: o risco associado à possibilidade de se ser enganado ao investir em ativos com risco. Os indivíduos com pouca confiança no funcionamento do sistema e nas informações que têm acerca dos ativos em que podem investir terão tendência a não participar no mercado. Guiso, Sapienza e Zingales estudam empiricamente a relação entre a participação no mercado acionista de agregados familiares dos Países Baixos e as suas respostas à seguinte questão do *World Values Survey*: “Em termos gerais, diria que se pode confiar na maior parte das pessoas ou que se tem de ter muito cuidado ao lidar com pessoas?” Os resultados indicam que de facto quem confia mais tende a participar mais no mercado acionista.
- Influência dos pares (*peer effects*) – Hong, Kubik e Stein (2004) começam por identificar duas grandes vias pelas quais a interação social pode influenciar a decisão de participar no mercado. A primeira é a aprendizagem com os outros, seja ouvindo o que os outros dizem ou observando o que fazem. Este tipo de interação social poderá, nomeadamente, permitir obter informações sobre as vantagens de investir no mercado acionista e sobre como o fazer. A segunda grande via opera através do prazer de falar aos outros, ou de discutir com outros, sobre o andamento do mercado e das suas aplicações financeiras. Hong, Kubik e Stein usam dados do *Health and Retirement Study* da Universidade do Michigan para testar a sua hipótese de que as pessoas mais sociáveis tendem a participar mais no mercado acionista. Em particular, usam as respostas a três perguntas (“Quantos dos seus vizinhos mais próximos conhece?”; “Com que frequência fala com os seus vizinhos?”; “Com que frequência vai a serviços religiosos?”) como indicadores

da sociabilidade. Os resultados obtidos corroboram a hipótese. Um trabalho mais recente (Arrondel, Calvo-Pardo, Giannitsarou e Haliassos, 2022) sugere que, quando se trata de questões financeiras, os indivíduos tendem a falar apenas com um conjunto reduzido de pessoas (o “círculo financeiro”). O seu estudo empírico indica que ter a percepção de que o círculo financeiro está bem informado acerca do mercado acionista influencia a participação no mercado. Note-se que este resultado tanto pode representar o efeito da obtenção de informação relevante para a decisão de participar, como apenas um efeito de imitação do comportamento.

- Custos – O modelo de Merton supõe que não há custos (monetários ou não) associados à participação no mercado do ativo com risco. Porém, na realidade, a participação num mercado financeiro implica custos diretos (por exemplo, abertura e manutenção de uma conta de ativos financeiros num intermediário) e indiretos (por exemplo, custos associados ao acompanhamento do mercado, à aprendizagem do seu funcionamento, à obtenção de aconselhamento profissional e ao preenchimento de formulários relativos a impostos). Gomes (2020, p.289) argumenta que os dados estão claramente a favor da importância dos custos de participação na explicação da reduzida taxa de participação no mercado acionista. Gomes dá duas razões. A primeira é que os custos de participação conseguem justificar a existência de uma correlação entre a taxa de participação e a riqueza (os mais ricos tendem a participar mais no mercado acionista do que os mais pobres). A segunda é que o aumento da taxa de participação nos EUA coincidiu com a disseminação dos planos de pensões com contribuições definidas. Estes planos reduziram certamente o custo de participação no mercado acionista, mas dificilmente terão afetado significativamente as preferências, os riscos ou a influência dos pares. A respeito dos custos de participação, vale a pena referir que a evolução tecnológica e o consequente desenvolvimento do fornecimento de serviços de intermediação financeira via internet deverão corresponder a uma redução dos custos de participação, o que tenderá a estimular essa participação (Michelangeli e Viviano, 2024).

Um elemento que as quatro categorias acima não incluem é o “otimismo” (ter uma visão geral positiva do futuro). Puri e Robinson (2007) argumentam a favor da importância desta característica e apresentam resultados empíricos que sugerem a sua relevância para o comportamento em questões financeiras das famílias (os otimistas tenderão a arriscar mais, nomeadamente, tenderão a investir mais em ativos com risco). Puri e Robinson medem o otimismo do indivíduo através da comparação entre a sua resposta à questão “Quantos anos espera viver?” e os dados relativos à esperança de vida, tendo em conta a idade, o sexo e a raça, e fazendo ainda ajustamentos para o facto de fumar ou não e para o nível de escolaridade.

Para tentarem identificar as razões para as diferenças nas taxas de participação entre os países da sua amostra, Christelis, Georgarakos e Haliassos (2013) começam por estimar um modelo probit para a participação no mercado acionista. Por outras palavras, estimam um modelo em que a probabilidade de

uma família participar é uma função (a função de densidade da distribuição normal) de uma combinação linear de um conjunto de características de cada família. A lista das características usadas por Christelis, Georgarakos e Haliassos (2013) inclui as mais usuais neste tipo de estudo:

- idade;
- dimensão do agregado familiar (agregados maiores terão mais despesas e menos capacidade de poupança);
- educação (níveis mais elevados deverão estar associados não só a carreiras futuras com rendimentos maiores, mas também a uma maior capacidade para recolher e analisar informações necessárias para investir em ações);
- capacidade cognitiva – Trata-se, novamente, da questão da capacidade para recolher e analisar informações necessárias para investir em ações. Por exemplo, o estudo empírico de Changwony, Campbell e Tabner (2021) detetou uma relação positiva entre a capacidade de raciocínio numérico e o investimento em ativos com risco mais elevado;
- situação no mercado de trabalho (que influencia o tipo de risco associado aos rendimentos que o agregado tem para lá dos rendimentos de capitais);
- estado civil – O facto de ser um casal a decidir pode influenciar o resultado das decisões relativas ao nível de risco das aplicações financeiras. Guiso e Zaccaria (2023) estudam o caso italiano e argumentam que um contexto em que o grau de igualdade entre os géneros é elevado contribui para aumentar a participação do agregado nos mercados financeiros, nomeadamente no mercado acionista, além de estar associado a uma maior diversificação dos investimentos e a um aumento da rendibilidade. Guiso e Zaccaria (2023) relacionam o aumento da importância das mulheres nas decisões dos agregados familiares italianos a uma reforma que reduziu os benefícios assegurados pelo sistema público de pensões. Esta redução de benefícios aumentou a importância das decisões de poupança e de afetação da carteira de investimentos do agregado. Por consequência, a manutenção de um sistema em que o elemento masculino controla as decisões financeiras e ignora o contributo que o elemento feminino pode dar tornou-se mais cara para o agregado. Segundo Guiso e Zaccaria (2023), foi este aumento do custo de manutenção do domínio masculino que levou à alteração do papel da mulher nas decisões financeiras do agregado;
- estado de saúde (a existência de problemas de saúde pode reduzir a capacidade para recolher e analisar informações necessárias para investir em ações, bem como representar a existência de um risco adicional do lado das despesas do agregado, com efeitos sobre as decisões quanto ao

nível de risco das aplicações financeiras);

- desejo de legar os seus bens; se dá assistência a familiares ou vizinhos; se desenvolve ações de voluntariado – Christelis, Georgarakos e Haliassos (2013) usam estas características como indicadores do nível de interação social do agregado, supondo que agregados com um maior grau de interação social têm acesso a mais informação, a qual poderá ajudar a tomar decisões de investimentos em ações. O estudo empírico de Changwony, Campbell e Tabner (2021) também encontrou uma relação positiva entre o acesso a várias fontes de aconselhamento financeiro, ou a um conselheiro profissional, e o investimento em ativos com risco mais elevado. Porém, Changwony, Campbell e Tabner (2021) estudam também o efeito da adoção de objetivos de poupança (objetivos financeiros, por exemplo, atingir um certo nível de poupança para a reforma, ou para pagar os estudos). Argumentam que o aumento do número de objetivos de poupança corresponde ao alargamento do tipo de objetivos de poupança, de um conjunto visto como prioritário para um conjunto que incorpora igualmente objetivos com menor importância relativa. Aos objetivos com menor importância relativa estarão associados um maior conhecimento dos mercados financeiros e uma maior tolerância ao risco. O seu estudo empírico indica que agregados com mais objetivos de poupança investem mais em ativos com risco mais elevado. Assim, dar aconselhamento financeiro aos agregados no sentido do estabelecimento de objetivos financeiros pode contribuir para aumentar o nível de conhecimentos acerca dos mercados financeiros e o investimento em ativos com risco;
- quartil de rendimento;
- quartil de riqueza (excluindo ações).

Dois trabalhos recentes salientam o facto de muitos agregados familiares participarem no mercado acionista apenas durante períodos curtos. Galaasen e Raja (2024) associam as entradas e saídas às rendibilidades obtidas nos investimentos iniciais e à aprendizagem que a experiência de participar no mercado acionista proporciona aos investidores. Quando aquelas rendibilidades são baixas, a probabilidade de abandonar o mercado acionista no prazo de dois anos é elevada. Por outro lado, quanto mais tempo um agregado permanecer no mercado acionista, mais conhecedor do mercado se tornará e menor será a probabilidade de sair. O segundo estudo, de Bonaparte, Korniotis, Kumar, Michaelides e Yuxin (no prelo) relaciona a dinâmica de entrada e saída a variações do rendimento e da riqueza do agregado. De acordo com os seus resultados, aumentos do rendimento e, em especial, da riqueza aumentam a probabilidade de entrar no mercado e diminuem a probabilidade de sair.

Outros dois trabalhos recentes avaliam a importância relativa das preferências e dos custos na explicação da baixa participação no mercado acionista. Calvet, Célérier, Sodini e Vallée (2023) estudam

o efeito da introdução na Suécia de produtos com capital garantido que, ainda assim, investem em ações. Segundo os dados que reportam, apesar dos custos elevados (cerca de 1,5% do capital por ano), aqueles instrumentos proporcionaram aos investidores uma rentabilidade relativamente elevada (correspondente a cerca de metade do prêmio de risco). A introdução deste produto aumentou o nível de participação dos agregados familiares suecos no mercado acionista e o nível de risco assumido pelos agregados. Calvet et al. (2023) argumentam que este comportamento é coerente com um modelo em que as preferências dos indivíduos (aversão ao risco em sentido forte, combinada com pessimismo ou com uma visão limitada, de curto prazo – *narrow framing*) são importantes. Esta leitura dos resultados da sua análise leva-os a concluir que a inovação financeira, através da construção de ativos direcionados para agregados com baixa tolerância ao risco, poderá contribuir significativamente para o aumento da participação no mercado acionista.

Por sua vez, Choukhmane e de Silva (2024) usaram o efeito de variações da opção escolhida por omissão (*default option*) dos planos de pensões profissionais (401(k)) para estudarem os comportamentos de participação nos mercados de ações via fundos de pensões. No seu estudo, usaram dados de uma entidade gestora de fundos de pensões nos EUA sobre a evolução dos planos de pensões profissionais de 4 milhões de trabalhadores de 2006 a 2017. No conjunto dos empregadores incluídos na amostra, quase duas centenas alteraram o funcionamento do plano de pensões naquele período. Antes dessa alteração, o plano de pensões atribuído a um trabalhador recém-contratado era um plano que não contemplava o investimento em ações; caso o trabalhador quisesse um plano com investimentos em ações, teria de indicar expressamente essa preferência – a opção escolhida por omissão era "sem ações" e o trabalhador tinha de fazer o "*opt-in*" para ter ações no seu plano de pensões. A partir da alteração do funcionamento do plano de pensões dessas empresas, o plano de pensões atribuído automaticamente aos novos trabalhadores passou a incluir investimentos em ações; os trabalhadores que não querem investir em ações têm de explicitar essa decisão – a opção escolhida por omissão é "com ações" e o trabalhador tem de fazer o "*opt-out*" para não ter ações. A reação dos trabalhadores a estas alterações fornece informações acerca das suas preferências quanto ao risco. Através de um modelo teórico (em parte calibrado e em parte estimado pelo método dos momentos simulados, usando informação representativa dos EUA e da amostra), concluem que os comportamentos observados na amostra podem ser explicados pelo facto de a existência de custos de participação reduzir significativamente a participação no mercado acionista. Pelo contrário, um modelo em que as preferências quanto ao risco são o elemento fundamental não consegue explicar as observações.

4.3. Fontes de dados, amostra e cobertura da análise

Neste estudo, os dados das famílias europeias foram coletados através da base de dados do Inquérito sobre o Financiamento e Consumo das Famílias (*Household Finance and Consumption Survey* - HFCS) que agrega dados detalhados sobre as finanças e o consumo das famílias na zona euro. Estes dados são recolhidos pelos bancos centrais nacionais e institutos de estatística, sendo posteriormente compilados, harmonizados e geridos pelo Banco Central Europeu (BCE). Os dados são disponibilizados para investigação mediante pedido dirigido ao BCE.

Para a maioria dos países, os dados foram recolhidos em quatro momentos: 2010 e 2011 para a primeira edição (2010), entre 2013 e o primeiro semestre de 2015 para a segunda edição (2014), em 2017 para a terceira edição (2017) e entre o primeiro semestre de 2020 e o primeiro semestre de 2022 para a quarta e última edição (2021). Apesar de existirem quatro edições com histórico sobre o comportamento das famílias, os dados não permitem a análise em painel, quer por impossibilidade de seguir famílias, quer por alterações metodológicas. Assim, para efeito deste estudo, foi adotada uma abordagem *cross-section* que contempla apenas a última e mais completa edição do HFCS com referência ao ano de 2021.

Tratando-se de dados obtidos através de inquéritos amostrais realizados em diferentes países, é recomendável que a sua interpretação e comparação seja realizada com prudência. Ao longo das quatro versões, houve um esforço considerável para garantir uma harmonização *ex-ante* do inquérito aplicado nos diferentes países. Contudo, questões como o impacto das diferenças culturais na interpretação e resposta dos inquiridos, a seleção e definição da amostra, a existência de legislação nacional que condicione a divulgação de algumas respostas, os diferentes métodos de coleta, os diferentes acessos à tecnologia, entre outros, podem limitar a comparabilidade direta dos dados.

Para ultrapassar algumas dessas limitações, a utilização da base de dados HFCS requer:

- Imputação múltipla: os dados são disponibilizados com imputação múltipla para as variáveis de ativos, passivos e rendimento do agregado familiar. A imputação múltipla (ao contrário da imputação simples) é usada para captar a incerteza da imputação e evitar a subestimação da variância, especialmente em casos com elevada falta de respostas. A base de dados é disponibilizada em cinco ficheiros que se relacionam entre si, sendo apenas possível analisar e estudar os dados através uma ferramenta própria de múltipla imputação que combina os cinco ficheiros. Esta característica torna o acesso, tratamento e análise dos dados extremamente complexos, quer pela impossibilidade de usar ferramentas econométricas usuais, quer pelo elevado tempo de computação associado à estrutura múltipla da base de dados.²

² O Apêndice A apresenta mais detalhes sobre a utilização da base de dados neste estudo.

- Utilização de pesos: o HFCS disponibiliza uma matriz de pesos de acordo com o país. Estes pesos compensam a probabilidade desigual de um agregado familiar ser selecionado para a amostra e permitem obter totais consistentes com informações externas conhecidas sobre a população de cada país, tais como distribuição de idade e sexo. A escolha das variáveis de calibração dos pesos varia de acordo com o país.

A quarta edição do HFCS

A base de dados inclui mais de mil variáveis que caracterizam indivíduos e famílias, abrangendo aspetos como riqueza, rendimentos, consumo, investimento, finanças familiares, fatores económicos e demográficos. Variáveis consideradas essenciais (*core*) foram consistentemente recolhidas em todos os países, enquanto outras designadas como opcionais (*non-core*) só foram disponibilizadas para alguns. Naturalmente, a seleção de variáveis usadas neste estudo está condicionada pela disponibilidade de dados, focando-se nas variáveis essenciais.

Os dados são reportados ao nível do indivíduo (com informação para cada um dos membros do agregado) e ao nível da família. A informação central para este estudo, a participação no mercado de capitais, é reportada ao nível da família, enquanto dados demográficos como a educação, idade ou situação profissional são reportados ao nível do indivíduo. Desta forma, para estudar a participação no mercado de capitais foi necessário agregar a informação relevante ao nível do indivíduo em variáveis de correspondência familiar, seja pela determinação de médias, valores máximos ou sinalização através de variáveis binárias.

De um total de 22 países, foram considerados apenas 18. Irlanda e Malta foram excluídas pela inexistência de dados considerados essenciais para o estudo (tais como a idade dos indivíduos). República Checa e Hungria foram excluídas por não pertencerem à zona euro. A amostra final inclui: Alemanha, Áustria, Bélgica, Chipre, Croácia, Eslováquia, Eslovénia, Espanha, Estónia, Finlândia, França, Grécia, Itália, Letónia, Lituânia, Luxemburgo, Países Baixos, Portugal.³

HFCS para Portugal

Como análise complementar, incluímos a informação das quatro edições do HFCS para Portugal. A aplicação do inquérito em Portugal tem seguido uma estrutura razoavelmente estável, permitindo a comparação moderada da evolução dos dados entre 2010 e 2021. Pelos motivos acima expostos, não é possível acompanhar os agregados ao longo do tempo e efetuar uma análise em painel. A análise foi realizada de forma independente para cada edição.

³ Na análise econométrica, apresentada na secção 6, não foram incluídas as observações da Finlândia por não disponibilizar informação quanto à variável Poupança.

4.4. Descrição da amostra

A amostra utilizada neste estudo inclui dados da quarta edição do HFCS (2021) para 18 países da zona euro e 66.364 famílias. Este número total de famílias representa as observações existentes antes da aplicação dos critérios de ponderação. Assim, a Tabela 1 ilustra a coleta de dados que compõem a amostra, sendo que a sua distribuição por país não influencia a análise realizada.

Tabela 1 - Número de observações por país

País	Nr observações
AT	2 278
BE	2 123
CY	1 331
DE	4 066
EE	2 232
ES	6 311
FI	9 189
FR	10 198
GR	3 341
IT	6 237
HR	1 350
LT	1 664
LU	2 002
LV	1 219
NL	2 601
PT	6 100
SI	1 948
SK	2 174
Total	66 364

De um total de 66.364 observações (famílias), o número de registos considerados em cada análise irá, naturalmente, variar consoante a disponibilidade de informação. Sendo uma amostra com dados por família, as variáveis podem ser de três tipos consoante a sua origem:

- Tipo 1 - Diretamente obtidas no HFCS ao nível da família;
- Tipo 2 - Criadas através de correspondência indivíduo-família, usando como métricas médias, máximos ou sinalização por variável binária;
- Tipo 3 - Compostas através da combinação de variáveis diretamente obtidas ao nível da família no HFCS, usando como métricas somas, médias, máximos, sinalização por variável binária ou proporções.

A observação da participação das famílias no mercado de capitais é concretizada através de quatro

variáveis do tipo 3:

- Participação no mercado de acionista: Variável binária igual a 1 se a família tiver ativos do tipo ações (variável observada ao nível da família);
- Participação no mercado obrigacionista: Variável binária igual a 1 se a família tiver ativos do tipo obrigações (variável observada ao nível da família);
- Participação em fundos de investimento: Variável binária igual a 1 se a família tiver ativos do tipo fundos de investimento (variável observada ao nível da família);
- Participação no mercado de capitais: Variável binária 1 se a família participar em pelo menos um dos mercados mencionados ou tiver contas geridas (variáveis observadas ao nível da família).

As restantes variáveis de caracterização das famílias e do seu comportamento estão descritas no Apêndice B. A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas. O Apêndice C apresenta as estatísticas descritivas para Portugal nas diferentes edições do inquérito. O Apêndice D apresenta as estatísticas descritivas por país.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas da amostra dos 18 países

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	66 204	0.21	0.004	-	1
Partic. no mercado de ações	66 204	0.11	0.003	-	1
Partic. no mercado de obrigações	66 204	0.03	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	66 204	0.13	0.003	-	1
Quintil de Riqueza	66 364	3.01	0.013	1	5
Habitação	66 364			1	3
Casa própria sem crédito habitação		0.42	0.004		
Casa própria com crédito habitação		0.21	0.003		
Casa arrendada ou cedida		0.38	0.005		
Quintil de Rendimento	66 364	3.02	0.012	1	5
Idade média	66 364	54.01	0.160	18	85
A pessoa de referência é mulher	66 364	0.39	0.004	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	66 364	0.30	0.004	-	1
Educação da pessoa de referência	66 364			1	5
Ensino Primário ou menor		0.13	0.003		
Ensino Básico		0.14	0.003		
Ensino Secundário		0.40	0.005		
Ensino Superior		0.32	0.004		
Pelo menos um reformado no agregado	66 364	0.36	0.004	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	66 364	0.29	0.004	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	66 028	0.07	0.002	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	56 751	0.49	0.005	-	1
% membros desempregados no agregado	66 364	0.07	0.002	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	66 364	0.36	0.005	-	1
Perfil de Investimento	65 687			1	3
Risco baixo		0.69	0.004		
Risco médio		0.25	0.004		
Risco elevado		0.06	0.002		

4.5. Caracterização da participação das famílias no mercado de capitais

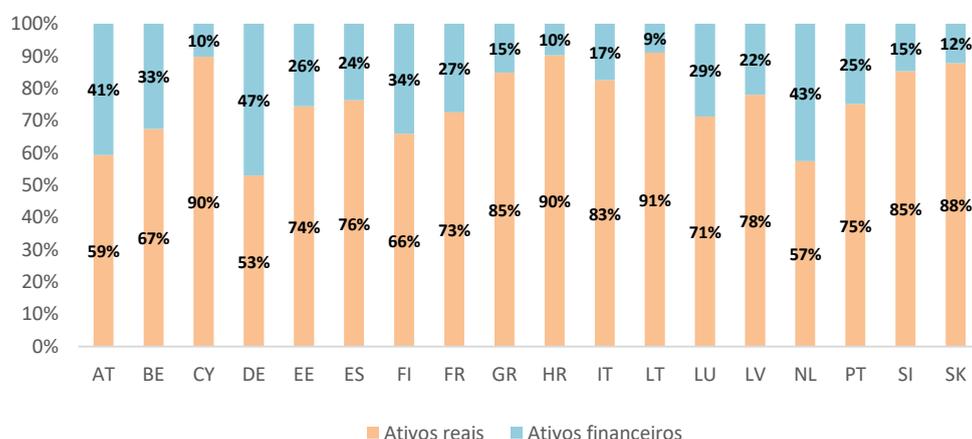
Esta secção tem como objetivo efetuar a caracterização da participação das famílias no mercado de capitais em cada um dos países em função de diferentes características dos agregados.

4.5.1. Decomposição de ativos reais e financeiros

Para iniciar a análise da participação das famílias no mercado de capitais é fundamental perceber se diferentes países apresentam comportamentos distintos na alocação de riqueza entre ativos reais e ativos financeiros. As variações na distribuição por tipo de ativos podem ser influenciadas por fatores culturais e hábitos específicos que vão além das características individuais das famílias.

A Figura 1 apresenta a decomposição, em média, da riqueza em ativos reais e ativos financeiros por país. Para o cálculo dos ativos reais foi deduzido o valor do crédito habitação associado ao imóvel de residência permanente. A importância dos ativos reais para as famílias é transversal aos 18 países analisados, mesmo quando é considerado o valor líquido do imóvel de habitação. O peso dos ativos reais na riqueza das famílias varia entre 53% (Alemanha) e 91% (Lituânia), estando Portugal próximo da mediana da distribuição com 75%. Os países mais próximos da distribuição portuguesa são a Estónia, a Espanha, a França e a Letónia.

Figura 1 - Decomposição da riqueza em ativos reais e ativos financeiros



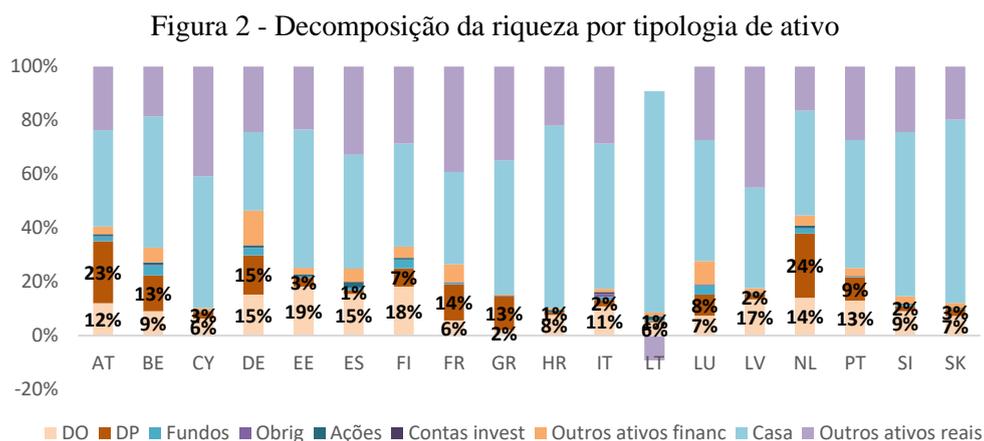
Notas: O valor dos ativos reais é líquido do valor do crédito habitação associado à residência permanente.

Quando analisamos a tipologia dos ativos reais e dos ativos financeiros (Figura 2) percebemos que, na generalidade dos países, a maior parte dos ativos financeiros estão alocados em depósitos à ordem e depósitos a prazo. No caso português, os ativos financeiros correspondem, em média, a 25% da riqueza das famílias, sendo que 13,0% da riqueza está em depósitos à ordem, 8,6% em depósitos a prazo, 2,9%

em outros ativos financeiros e 0,6% em ativos transacionados em mercados de capitais. A elevada poupança sob a forma de depósitos em Portugal não é uma surpresa e é bastante documentada. Contudo, olhando para os diferentes países podemos concluir que não é um fenómeno isolado. Em geral, a percentagem de poupanças detidas em instrumentos de capital é bastante reduzida. Mesmo nos Países Baixos, que apresentam uma proporção de ativos financeiros de 43% da riqueza, o valor dos depósitos atinge os 38% da riqueza.

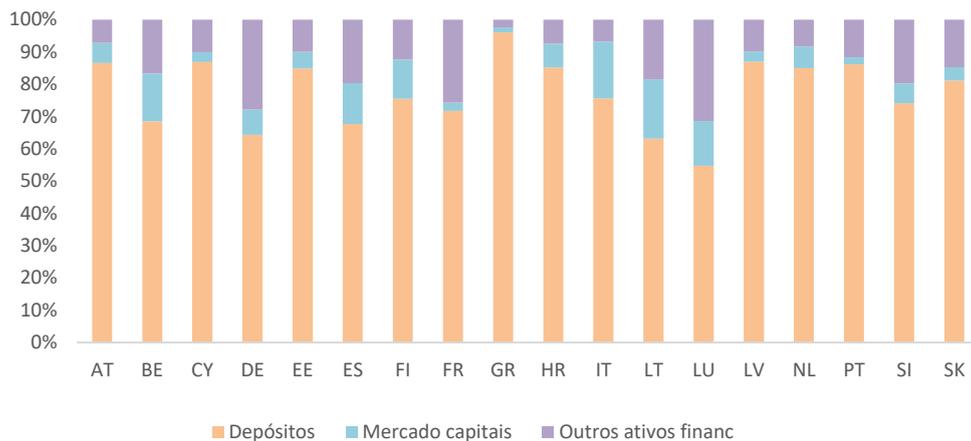
O único instrumento de capital com alguma relevância na distribuição são os fundos de investimento, que representam entre 3 e 4% da riqueza na Bélgica, na Alemanha, na Finlândia e no Luxemburgo. Destaca-se o valor negativo em outros ativos reais registado pela Lituânia, que representa, essencialmente, o valor dos negócios por conta própria.

A Figura 3 expõe uma visão ainda mais clara da predominância dos depósitos nos ativos financeiros detidos pelas famílias e da limitada relevância dos instrumentos de capital.



Notas: O valor da casa corresponde ao valor da habitação própria e permanente líquida do crédito associado

Figura 3 - Decomposição de ativos financeiros por tipologia



Notas: Por mercado de capitais entende-se os ativos detidos sob a forma de ações, obrigações, fundos ou contas geridas.

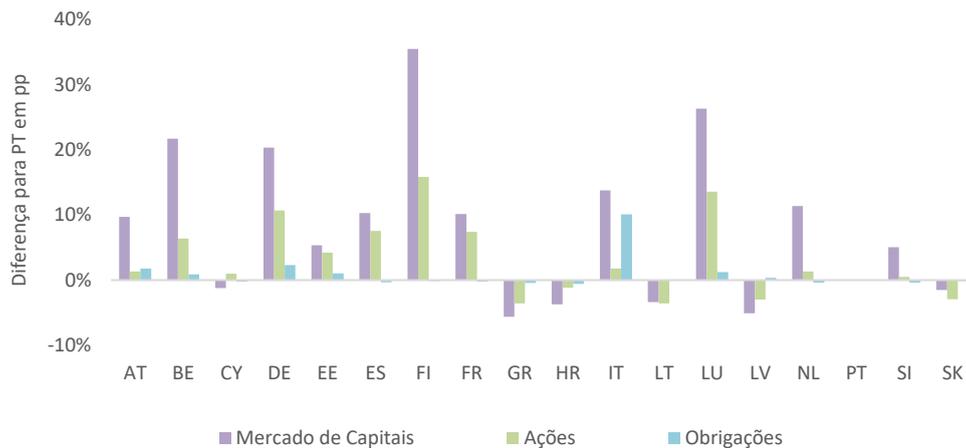
Neste estudo pretendemos analisar o que distingue as famílias que participam no mercado de capitais e como pode ser potenciada a participação das demais. Assim, o foco da análise não será o montante de ativos alocados a instrumentos de capital, mas antes a indicação binária de participação (ou não) nos diferentes mercados de capitais. Doravante, a participação no mercado de capitais designa a percentagem de famílias que participam no mercado de ações, obrigações, fundos de investimento ou contas geridas bastando, para isso, deter pelo menos um destes instrumentos. Numa análise mais fina, olhamos também para a percentagem de famílias que participa isoladamente em cada um dos mercados acima mencionados.

A Figura 4 ilustra as diferenças na participação das famílias dos diferentes países quando comparadas com a participação das famílias portuguesas. Com a exceção de Chipre, Grécia, Croácia, Lituânia, Letónia e Eslováquia, todos os países da amostra apresentam taxas de participação superiores a Portugal. Em destaque estão a Bélgica, a Alemanha, a Finlândia e o Luxemburgo, com participações entre 20 e 36 pontos percentuais acima da participação das famílias portuguesas (8%).

Quando analisamos apenas a participação no mercado de ações as diferenças são menores, embora a distribuição das diferenças por país siga uma estrutura semelhante. Já para o mercado obrigacionista não existem diferenças significativas entre os países, com exceção da participação das famílias italianas, a qual atinge os 11% e fica 10 pontos percentuais acima dos valores registados pelas famílias portuguesas.⁴

⁴ Relativamente às famílias portuguesas, poder-se-á colocar a questão sobre a classificação da riqueza detida sob a forma de certificados de aforro e obrigações do Tesouro. A desagregação neste tipo de ativos não é uma opção do inquérito, não sendo claro como é que uma família responderá quando os detém. Será que os classifica como obrigações? Será que classifica obrigações do Tesouro como obrigações e certificados de aforro como depósitos? Esta é uma questão em aberto que não pode ser respondida com os dados disponibilizados para a economia portuguesa.

Figura 4 - Participação no mercado de capitais em comparação com as famílias portuguesas



Notas: A participação corresponde à percentagem de famílias que têm ativos em cada um dos mercados. Por mercado de capitais entende-se os ativos detidos sob a forma de ações, obrigações, fundos ou contas geridas.

4.5.2. As diferentes dimensões/hipóteses que influenciam a participação

Tendo por base a evidência científica apresentada na Secção 4.2 e a disponibilidade de dados na amostra, o estudo da participação das famílias no mercado de capitais foi organizado em diferentes dimensões que sustentam diferentes hipóteses. Esta abordagem permite uma análise clara e estruturada, facilitando a interpretação do impacto de cada uma das variáveis consideradas. Adicionalmente, possibilita a formulação de recomendações direcionadas e um melhor entendimento das dinâmicas que contribuem para uma maior ou menor participação no mercado de capitais. As oito dimensões definidas com recurso às hipóteses documentadas na literatura são:

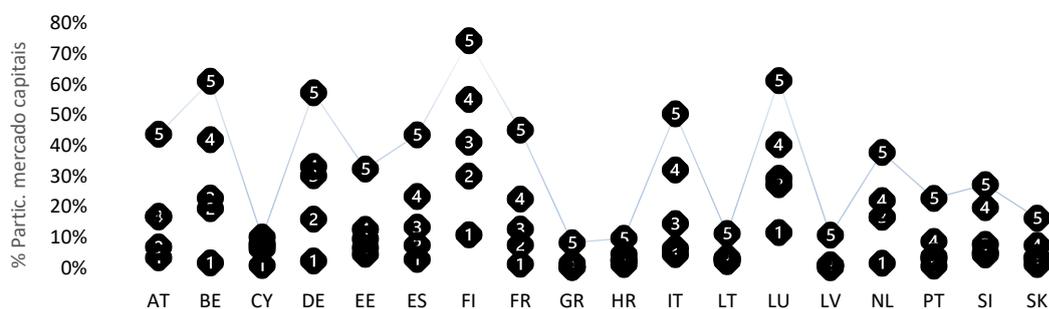
- [H1] Riqueza: Maiores níveis de riqueza estão associados a uma maior participação no mercado de capitais? Famílias condicionadas por crédito habitação participam menos no mercado de capitais?
- [H2] Rendimento: Maiores níveis de rendimento anual estão associados a uma maior participação no mercado de capitais?
- [H3] Idade, Educação e Género: A participação no mercado de capitais aumenta em famílias com idades médias próximas do momento da reforma? Famílias com membros com educação superior registam maiores taxas de participação? Agregados onde a pessoa de referência é do género feminino apresentam menores taxas de participação?
- [H4] Estrutura Familiar: A existência de filhos menores e membros reformados condiciona a participação no mercado de capitais?

- [H5] Estabilidade Financeira: Ter restrições no acesso ao crédito ou membros desempregados influencia a participação no mercado de capitais?
- [H6] Poupança: A capacidade de poupança influencia a participação nos mercados de capitais? E as preocupações com a poupança para a reforma?
- [H7] Planos de Pensões: Um agregado que detém planos de pensões voluntários tem maior participação nos mercados de capitais?
- [H8] Perfil de investimento e aversão ao risco: Agregados que procuram investimentos mais arriscados participam mais no mercado de capitais?

4.5.3. [H1] Riqueza

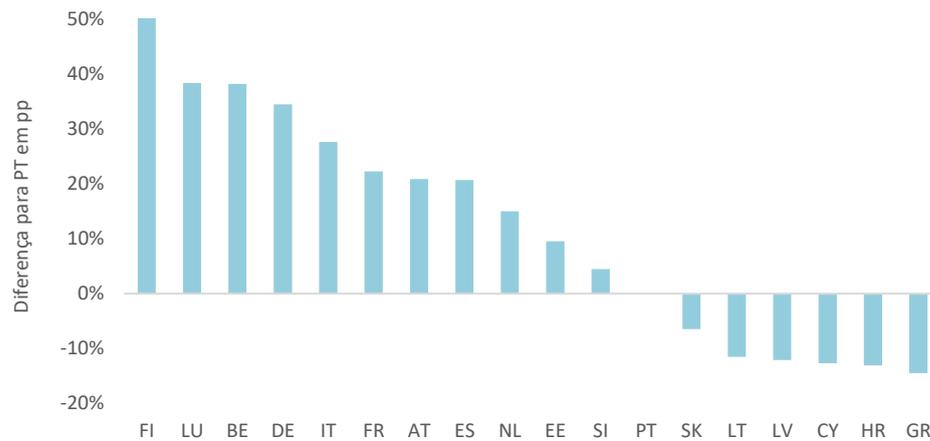
A Figura 5 ilustra a taxa de participação das famílias no mercado de capitais por quintil de riqueza onde se inserem. Como esperado, em todos os países as famílias pertencentes ao último quintil apresentam uma maior participação e as que pertencem aos dois primeiros quintis apresentam participações residuais (pelo menos, quando comparadas com os demais quintis). Da observação da figura, destaca-se também que os países que registam uma maior participação das famílias nos mercados de capitais são, essencialmente, impulsionados por uma grande presença das famílias no último quintil e, por vezes, famílias no quarto quintil. Veja-se, por exemplo, o caso da Áustria onde a participação das famílias no último quintil é de 44% quando a participação média é de 16%. Também para Portugal, o motor da participação no mercado de capitais centra-se nas famílias associadas ao último quintil de riqueza, sendo a sua participação de 23% e a média 13%.

Figura 5 - Participação no mercado de capitais por quintil de riqueza



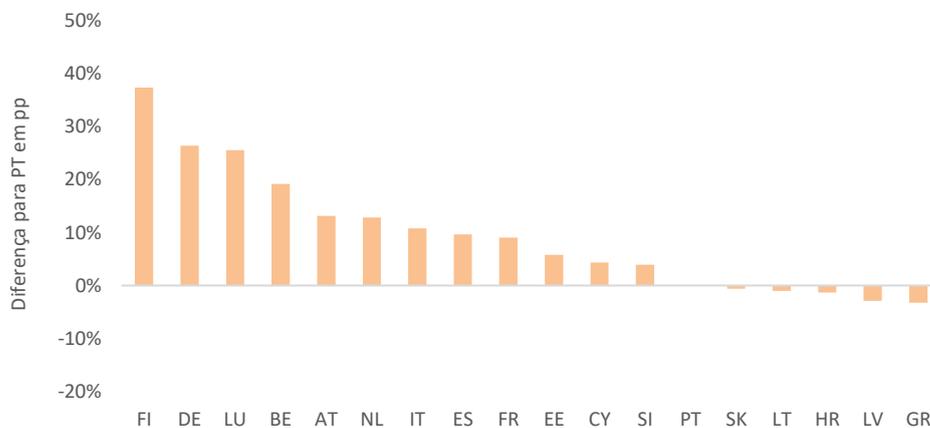
Analisando as diferenças de participação para o quinto quintil de riqueza (Figura 6), Portugal tem uma participação 51 pontos percentuais abaixo da Finlândia e 21 pontos percentuais abaixo da vizinha Espanha.

Figura 6 -Participação no mercado de capitais do quinto quintil de riqueza em comparação com Portugal



Já para o terceiro quintil de riqueza (Figura 7), a distribuição entre países é semelhante, mas com valores de diferença menores. Portugal tem uma participação 37 pontos percentuais abaixo da Finlândia e 10 pontos percentuais abaixo da vizinha Espanha.

Figura 7 - Participação no mercado de capitais do quintil 3 de riqueza em comparação com Portugal



4.5.4. [H2] Rendimento

Fazendo uma análise idêntica para a distribuição de riqueza, conclui-se que, novamente, o motor da participação no mercado de capitais são as famílias que pertencem ao quintil mais elevado. A Figura 8,

Figura 9 e

Figura 10 replicam a análise efetuada para a riqueza.

Destaca-se apenas a posição de Portugal relativamente ao terceiro quintil de rendimento apresentada na

Figura 10. Abaixo de Portugal estão apenas o Chipre, a Letónia e a Grécia.

Figura 8 - Participação no mercado de capitais por quintil de rendimento

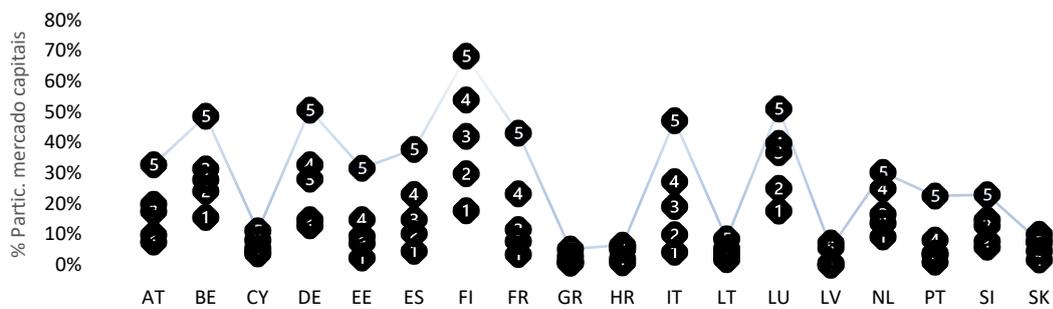


Figura 9 - Participação no mercado de capitais do quinto quintil de rendimento em comparação com Portugal

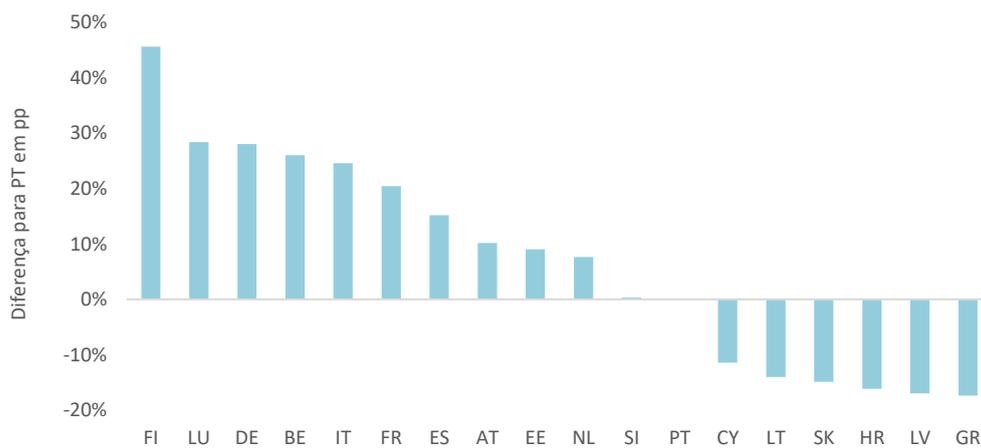
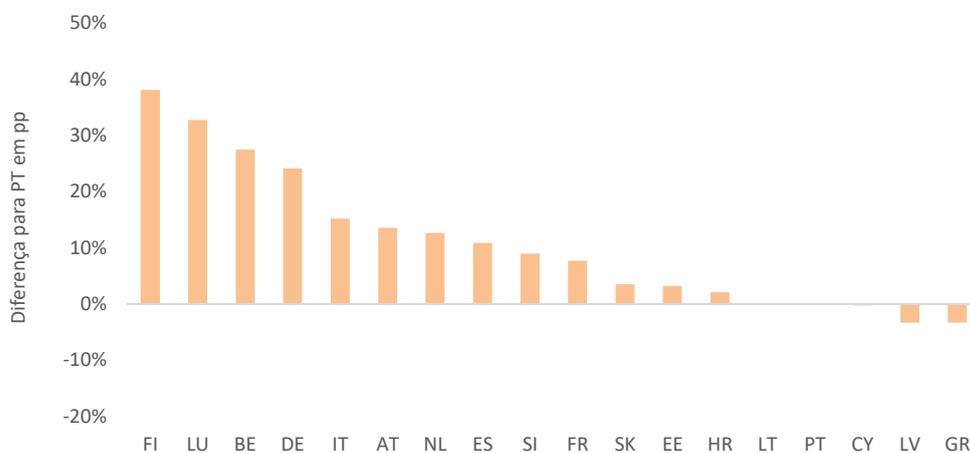


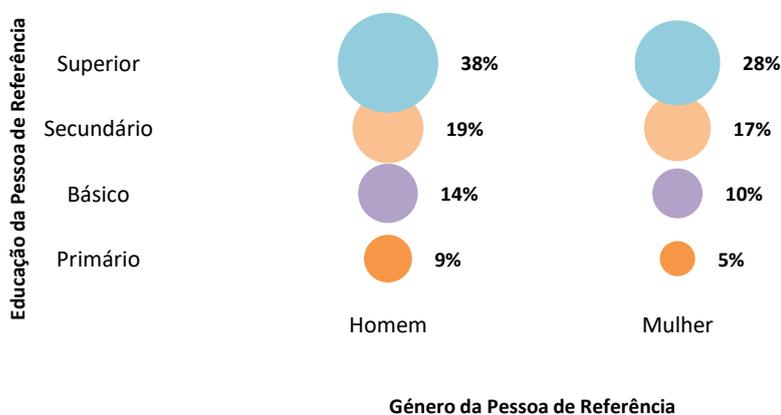
Figura 10 - Participação no mercado de capitais do terceiro quintil de rendimento em comparação com Portugal



4.5.5. [H3] Idade, Género e Educação

A Figura 11 apresenta a participação das famílias no mercado de capitais consoante o género e educação da pessoa de referência. Esta Figura inclui todos os países da amostra e indica que, independentemente do grau de escolaridade, parece haver uma maior participação quando a pessoa referênciada é do sexo masculino. Esta evidência vai ao encontro da evidência empírica.

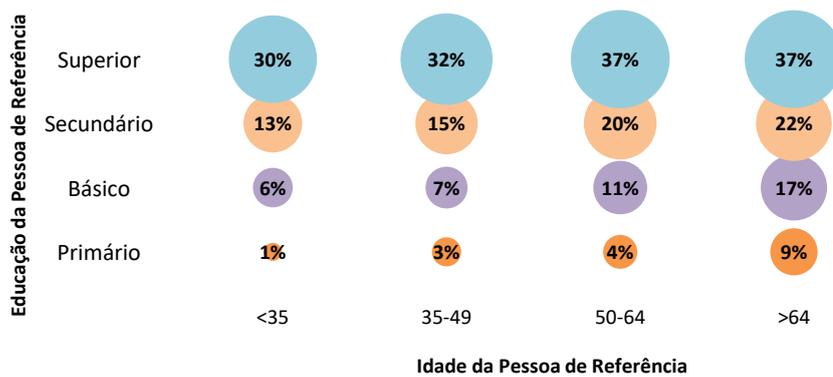
Figura 11 - Participação no mercado de capitais por distribuição de género e educação da pessoa de referência



Já a Figura 12, mostra a relação entre a educação e idade da pessoa de referência com a participação

das famílias no mercado de capitais. Tal como esperado, a maiores níveis de escolaridade correspondem maior níveis de participação, independentemente da idade. A partir dos 50 anos, a relevância da educação superior face aos restantes níveis de educação esbate-se, embora continue a ser o mais relevante.

Figura 12 - Participação no mercado de capitais por idade e educação da pessoa de referência



4.5.6. [H4] Estrutura Familiar

A estrutura familiar das famílias, nomeadamente a existência de crianças e reformados, pode condicionar a forma como as famílias distribuem a sua riqueza em ativos financeiros. Procurando perceber se estas duas características, de forma isolada, dão lugar a maiores ou menores participações no mercado de capitais, apresentamos a Figura 13 e Figura 14 com divisão dos agregados que têm pelo menos um membro reformado (Figura 13) ou pelo menos uma criança (Figura 14).

Comparando as observações dos diferentes países, conclui-se que não existe uma regularidade que indicie que a existência de membros reformados ou crianças leve a uma maior ou menor participação das famílias no mercado de capitais. Contudo, é importante salientar que esta descrição simples da realidade não considera a existência simultânea de reformados e crianças, nem tem em conta o peso dos mesmos sobre o agregado familiar. Assim, uma conclusão sobre a este tema carece de uma análise mais aprofundada (tal como qualquer outra interpretação retirada apenas pela observação de distribuições univariadas).

Figura 13 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado inclui ou não membros reformados

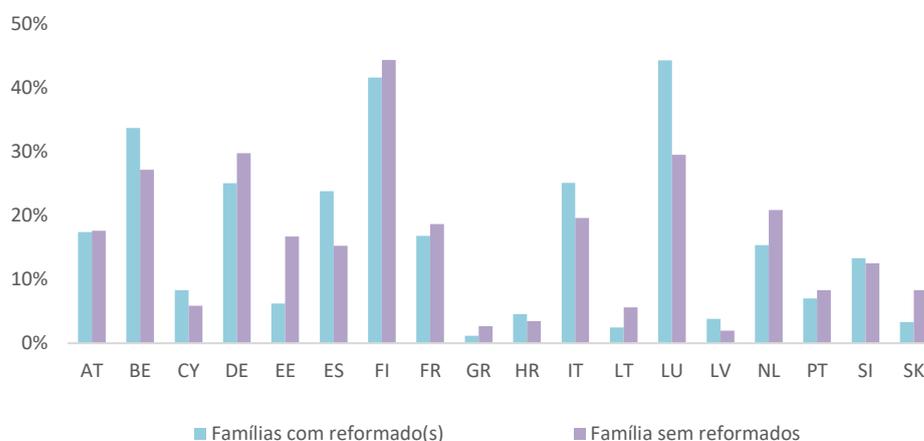
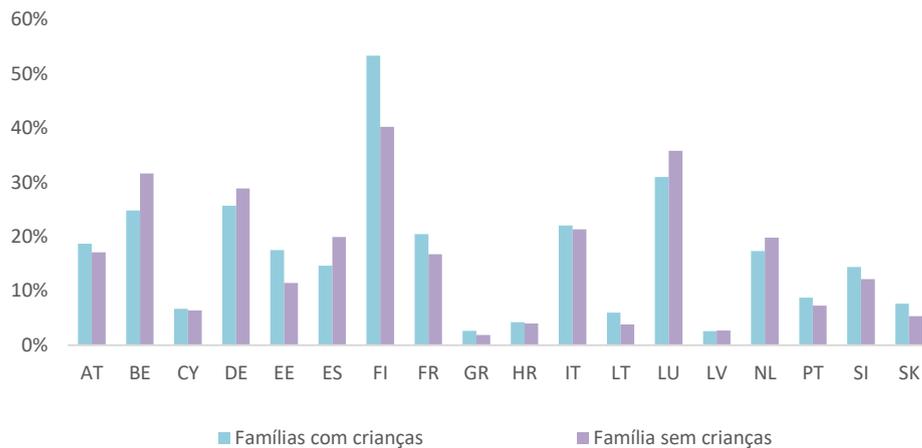


Figura 14 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado inclui ou não crianças

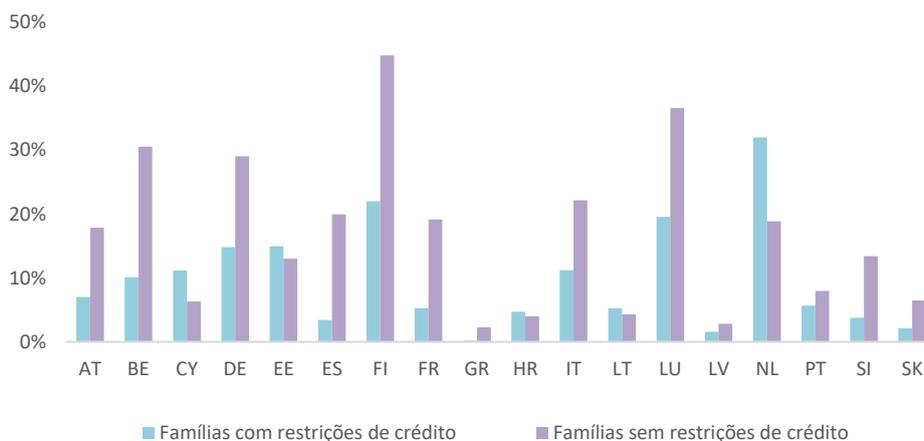


4.5.7. [H5] Estabilidade Financeira

A participação das famílias no mercado de capitais está condicionada pelas suas expectativas quanto à estabilidade financeira e à capacidade de suportar as despesas famílias do presente e futuro próximo. Para considerarmos esta dimensão, olhámos para a resposta binária à questão “Considera ter restrições de crédito?”

A Figura 15 releva que, na maioria dos países, famílias que sentem restrições ao crédito têm uma menor participação nos mercados de capitais. Contudo, a magnitude da diferença é bastante distinta entre países, sendo sobretudo relevante nos países que registam taxas de participação superiores, tais como a Bélgica, a Finlândia e o Luxemburgo.

Figura 15 - Participação no mercado de capitais consoante o agregado considera ter restrições de crédito ou não

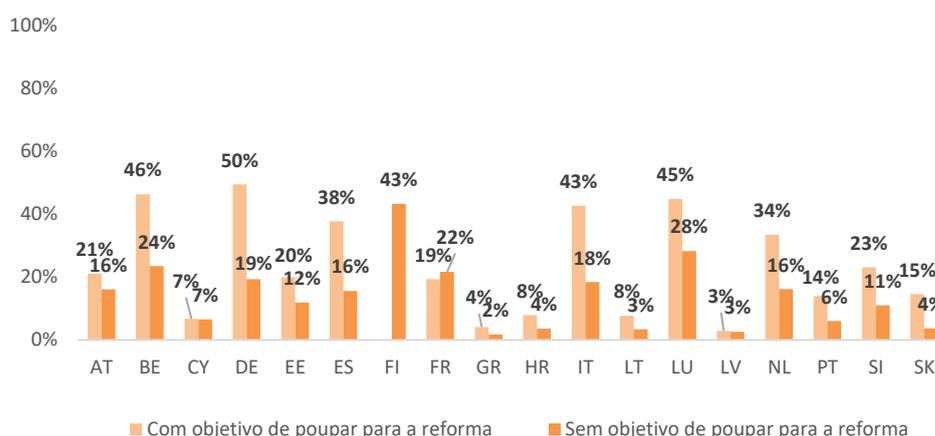


4.5.8. [H6] Poupança

Quando as famílias conseguem reservar parte do seu rendimento para poupanças são convidadas a responder se a poupança que fazem tem como objetivo comprar casa, investir em ativos financeiros, poupar para a reforma, fazer uma reserva para eventos inesperados, entre outros. Em alguns países, as famílias podem selecionar apenas uma opção.

Quando analisamos a participação no mercado de capitais condicionada ao objetivo de poupança reforma (Figura 16), verificamos que as preocupações com o rendimento em idade avançada tendem a impulsionar uma maior participação em ações, obrigações ou fundos de investimento. A maior diferença na taxa de participação regista-se na Dinamarca (50% quando os agregados têm como objetivo poupar para a reforma e 19% quando não têm esse objetivo). Já em Portugal a diferença é de 14% para 6%, respetivamente.

Figura 16 - Participação no mercado de capitais quando um dos objetivos de poupança é poupar para a reforma



Nota: A Finlândia não reporta objetivos de poupança. A França e a Itália apenas permitem a seleção de um objetivo de poupança, logo os dados não são comparáveis com os demais países.

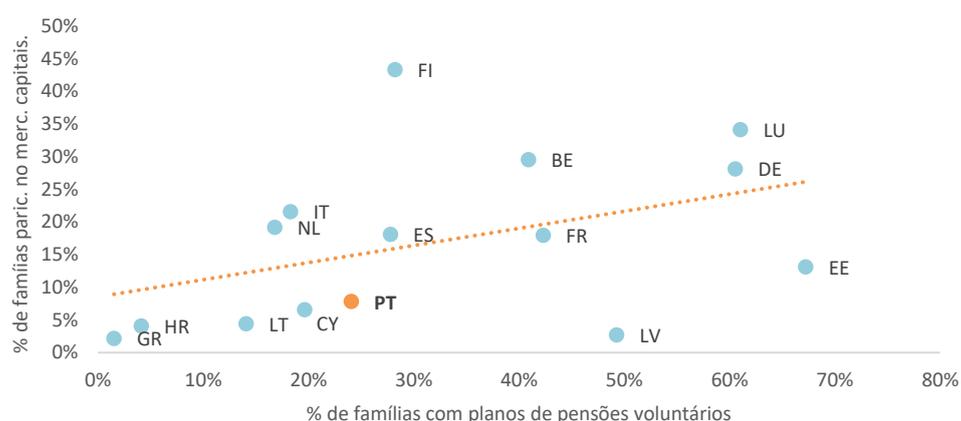
4.5.9. [H7] Planos de pensões

Uma questão usualmente levantada é qual o papel dos sistemas de planos de pensões públicos na procura das famílias por instrumentos de capital. Podem sistemas de pensões públicos mais robustos, i.e., que conferem uma maior assistência na reforma, desincentivar a procura de investimento em mercados de capitais como uma forma de assegurar rendimentos numa idade mais avançada? A acontecer, o desincentivo pode ter origem em duas situações. Por um lado, se existe um sistema assistencial robusto as famílias não têm de se preocupar tanto com o rendimento após a reforma. Por outro, se o sistema é robusto, as contribuições são também maiores, deixando menos dinheiro disponível para alocação a

poupança e investimento em mercado de capitais.

A Figura 17 ilustra a correlação entre a participação das famílias no mercado de capitais (eixo vertical) e a percentagem de famílias que indica ter, pelo menos, um plano de pensão voluntário para um dos membros do agregado (eixo horizontal). De uma simples observação, os dados sugerem que existe uma relação entre os dois fenómenos.

Figura 17 - Participação no mercado de capitais e a presença de planos de pensões voluntários



4.5.10. [H8] Perfil de investimento e aversão ao risco

Uma outra característica dos agregados que pode influenciar a sua participação é o seu perfil de investimento e aversão ao risco. Nas Figuras abaixo são apresentadas as diferentes taxas de participação no mercado de capitais por país, consoante o perfil de risco das famílias. Foram considerados três perfis de risco. Como seria de esperar, famílias que procuram retornos acima da média (Risco elevado - Figura 18) têm uma participação superior às famílias que procuram retornos médios (Risco médio - Figura 19) e que, por sua vez, registam uma maior participação face a famílias que declaram não assumir riscos financeiros (Risco baixo - Figura 20).

Figura 18 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Alto

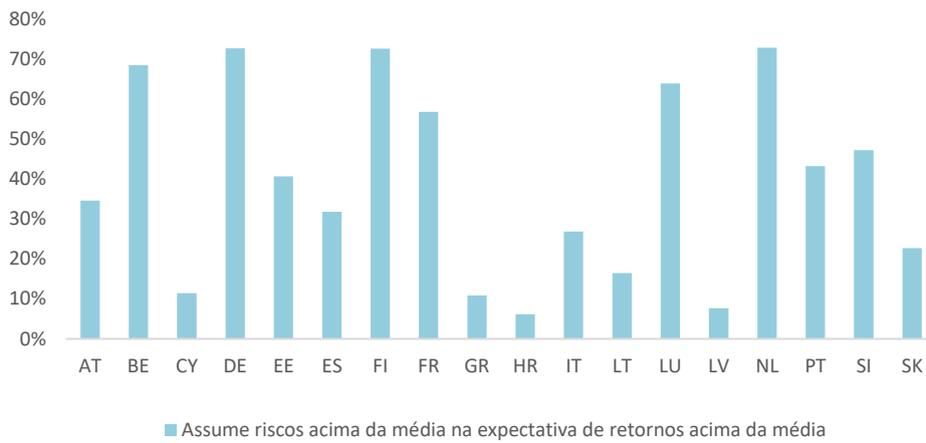


Figura 19 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Médio

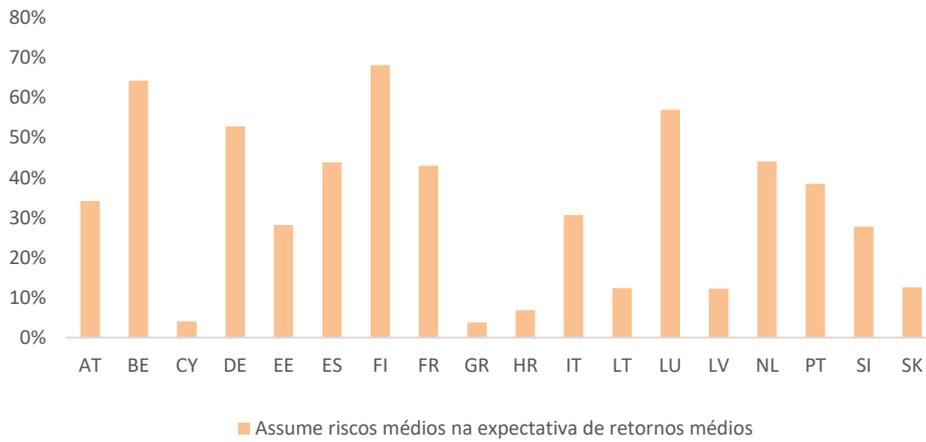
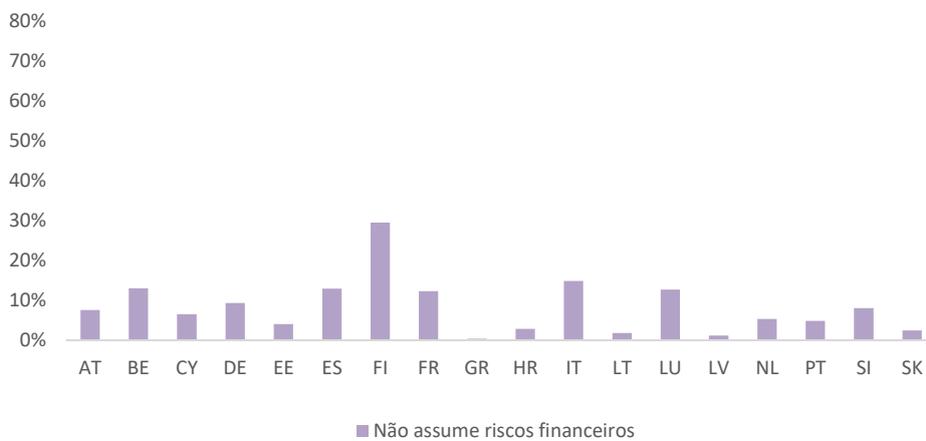


Figura 20 - Participação no mercado de capitais por perfil de risco - Baixo



4.6. Reflexão sobre os fatores determinantes para a participação no mercado de capitais

Nesta secção apresentamos os resultados da análise econométrica feita com base na amostra que expusemos nas secções anteriores. Começamos por apresentar o modelo econométrico utilizado. Em seguida, reportamos as estimativas obtidas para as variáveis explicativas do modelo econométrico, agrupadas da mesma forma que na secção anterior. A estimação econométrica é feita para quatro “mercados”: ações, obrigações, fundos de investimento e o conjunto desses três mercados (a que chamaremos “mercado de capitais”).⁵

4.6.1. Modelo geral

O modelo econométrico utilizado é um modelo de probabilidade linear. Num modelo de probabilidade linear, a variável dependente é uma variável binária, ou seja, que pode tomar apenas os valores zero ou um. No caso do nosso modelo, a i -ésima observação da variável dependente tomará o valor zero se o i -ésimo agregado familiar da nossa amostra não participar no mercado financeiro em análise, e tomará o valor um se esse agregado familiar participar nesse mercado financeiro.⁶ No modelo de probabilidade linear, a variável dependente é igual a uma combinação linear das variáveis explicativas do modelo, acrescida de um termo de erro. Uma vantagem do modelo linear de probabilidade é a facilidade computacional, uma vez que os parâmetros são estimados pelo método dos mínimos quadrados ordinários. A segunda vantagem é a facilidade de interpretação dos resultados. O modelo base usado por nós pode ser escrito da seguinte forma:

$$Y_i = \beta_1 X_{1,i} + \beta_2 X_{2,i} + \dots + \beta_K X_{K,i} + \lambda_{c(i)} + \varepsilon_i$$

Nesta equação, Y_i é a variável dependente (igual a um se a i -ésima família participa no mercado financeiro e igual a zero no caso contrário), β_j ($j = 1, \dots, K$) é o coeficiente da j -ésima variável explicativa, $X_{j,i}$ é o valor da j -ésima variável explicativa no caso da i -ésima família, e ε_i é o termo de erro. Assim, o parâmetro β_j representa o efeito sobre a probabilidade de participar no mercado financeiro de uma variação unitária da j -ésima variável explicativa.

Falta referir a parcela $\lambda_{c(i)}$. Esta parcela toma um valor que depende do país em que a i -ésima família reside ($c(i)$). Este valor corresponde ao “efeito fixo” desse país. O efeito fixo de cada país representa o

⁵ Na determinação de participação em mercado de capitais foram também incluídas as contas geridas com impacto residual.

⁶ Dada a natureza binária da variável dependente, seria metodologicamente mais apropriado recorrer a um modelo de probabilidade não linear, como o logit ou o probit. Contudo, o recurso a imputação múltipla através do comando *mi* do Stata, inviabiliza o cálculo dos efeitos marginais através de comandos oficiais. Por esta razão, optou-se pela utilização de um modelo de probabilidade linear, que, apesar das suas limitações conhecidas, permite uma interpretação direta dos coeficientes e é compatível com a estrutura dos dados utilizada.

efeito sobre a probabilidade de as famílias desse país participarem no mercado financeiro de características não incluídas no modelo, nomeadamente de características do enquadramento institucional do país que podem contribuir para incentivar, ou desincentivar, a participação no mercado financeiro. Para facilitar a leitura dos resultados relativos a estes efeitos fixos, os efeitos serão apresentados tomando Portugal como referência, isto é, reportaremos a diferença entre o efeito fixo para cada um dos outros países e o efeito fixo para Portugal.

A inclusão deste termo introduz alguma heterogeneidade no comportamento das famílias entre países. A heterogeneidade permitida é evidentemente limitada, pois todos os outros coeficientes são comuns a todos os países. No final desta secção discutiremos os resultados obtidos quando o modelo base é estimado separadamente para cada quintil da riqueza. Estaremos então a permitir que o comportamento estimado varie entre os agregados familiares de acordo com o seu nível de riqueza, ou seja, admitimos que o efeito dos fatores incluídos no modelo sobre a probabilidade de participação seja diferente consoante a riqueza do agregado familiar.

As tabelas com os resultados do modelo base para a amostra completa podem ser consultadas no Apêndice E.1.

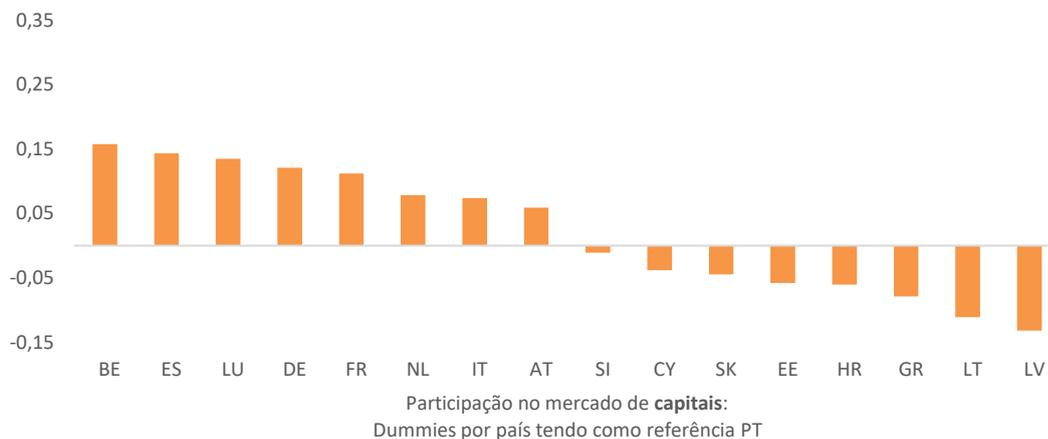
4.6.2. Efeitos fixos por país

Começamos a exposição dos resultados da estimação dos modelos econométricos pelas estimativas obtidas para os efeitos fixos. As figuras seguintes mostram os efeitos fixos estimados para cada país, ordenados do maior efeito fixo para o menor, no modelo base. A primeira figura respeita ao modelo em que a variável dependente é a participação no mercado de capitais; as três figuras seguintes respeitam a cada um dos três segmentos que agregámos para obter esse mercado de capitais. Relembre-se que os efeitos fixos reportados têm como referência Portugal, ou seja, representam a diferença entre o coeficiente estimado para cada país e o coeficiente estimado para Portugal. Assim, nas figuras, Portugal corresponde ao valor zero. Países para os quais o efeito é positivo (negativo) são países cujo enquadramento institucional, ou outros fatores não incluídos no nosso modelo econométrico, incentivam mais (menos) à participação dos agregados familiares nos mercados de capitais do que o enquadramento existente em Portugal.

De acordo com os resultados apresentados nas quatro figuras, Portugal tende a ocupar uma posição intermédia no ranking dos efeitos fixos. Por outras palavras, o enquadramento institucional português não é dos mais favoráveis à participação nos mercados de capitais, mas também não é dos mais desfavoráveis. Portugal fica à frente de Eslovénia, Chipre, Estónia, Eslováquia, Croácia, Grécia, Lituânia e Letónia. Ainda assim, note-se que este fator institucional aumenta a participação nos

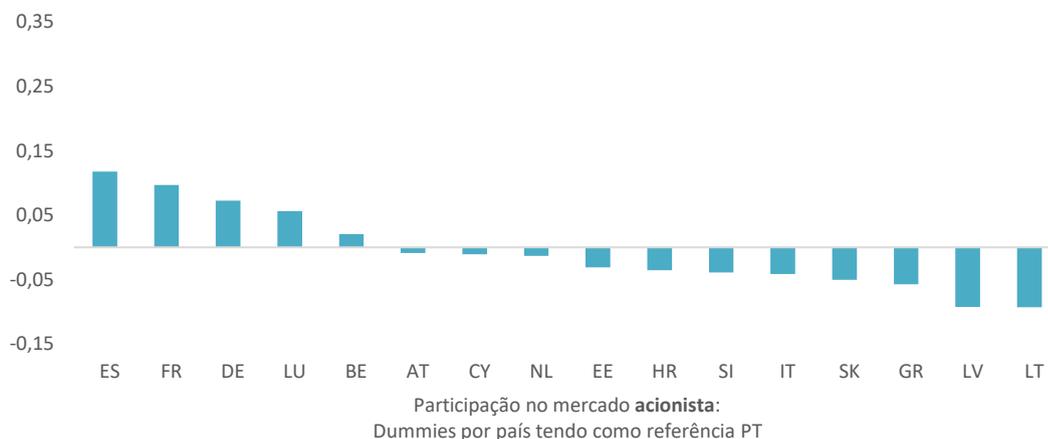
mercados de capitais em países como a Bélgica, o Luxemburgo e a Espanha em cerca de 15 pontos percentuais relativamente a Portugal. Além disso, é também de salientar que esta amostra não inclui outros países europeus que, de acordo com estudos anteriores, possuem taxas de participação mais elevadas, como a Suécia e a Dinamarca.

Figura 21 - Participação no mercado de capitais – Dummies por país tendo como referência Portugal



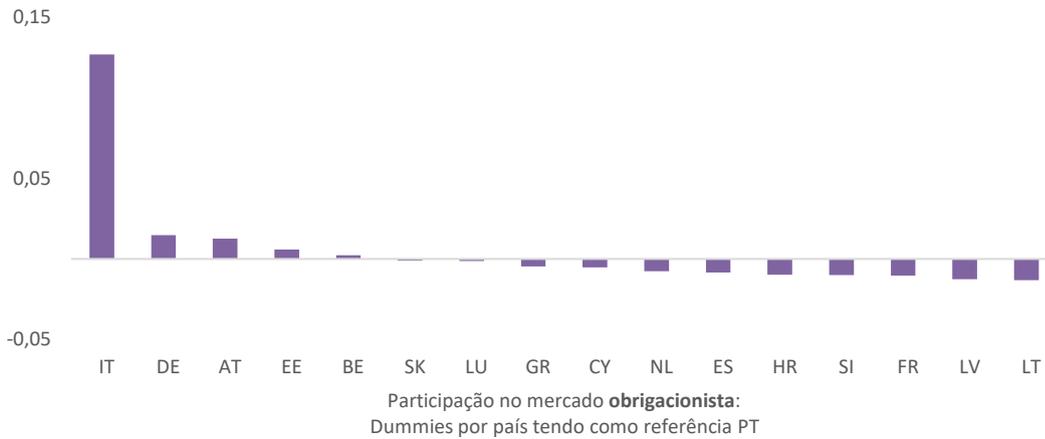
No que respeita à participação no mercado acionista, a posição de Portugal melhora, ultrapassando Áustria, Itália e Países Baixos e ficando no sexto lugar. O efeito fixo contribui para que as taxas de participação em Espanha e França subam cerca de dez pontos percentuais relativamente a Portugal.

Figura 22 - Participação no mercado acionista – Dummies por país tendo como referência Portugal



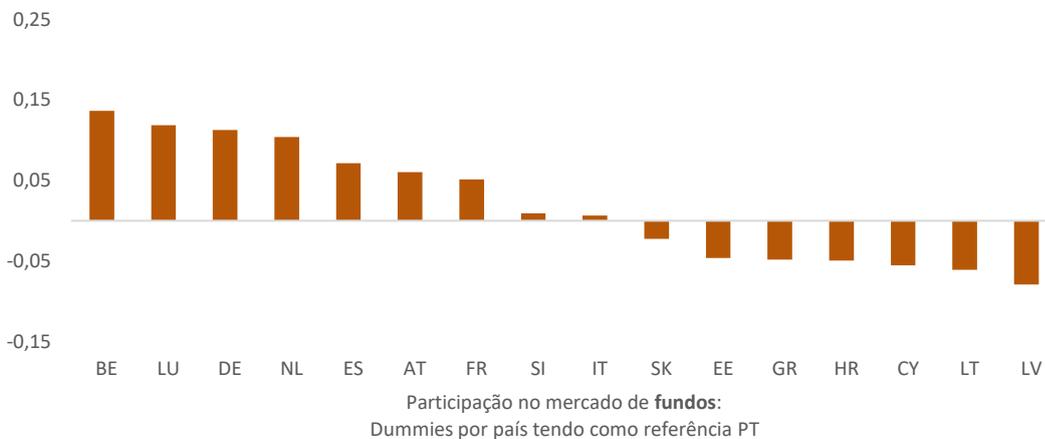
Os efeitos fixos associados à participação no mercado obrigacionista são os que apresentam um comportamento mais distinto neste conjunto. Com efeito, neste segmento, todos os países exibem um efeito fixo semelhante ao de Portugal à exceção da Itália. As estimativas dos efeitos fixos indicam que o enquadramento italiano aumenta em quase 13 pontos percentuais a taxa de participação no mercado obrigacionista.

Figura 23 - Participação no mercado obrigacionista – Dummies por país tendo como referência Portugal



Finalmente, os efeitos fixos estimados com o modelo para a participação no mercado de fundos de investimento têm muitas semelhanças com os que foram estimados para a participação no mercado de capitais. A principal diferença será a redução a cerca de metade da distância relativamente à Espanha.

Figura 24 - Participação no mercado de fundos de investimento – Dummies por país tendo como referência Portugal



4.6.3. [H1] Riqueza

A Tabela 3 contém os coeficientes estimados para os quintis de riqueza dos agregados familiares. Apenas os quintis números dois a cinco aparecem na tabela, pois o quintil número um serve como base, ou seja, um coeficiente positivo para um dos quintis significa que quem está nesse quintil terá, *ceteris paribus*, uma maior probabilidade de participar no mercado financeiro em questão do que alguém que difira apenas (é este o âmbito da cláusula *ceteris paribus* neste contexto) pelo facto de estar no primeiro

quartil.

Tabela 3 - Coeficientes estimados para os níveis de riqueza

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
2º quintil	0,020**	-0,003	0,003	0,010*
3º quintil	0,053***	0,008	0,007*	0,027***
4º quintil	0,090***	0,019**	0,015***	0,047***
5º quintil	0,228***	0,130***	0,040***	0,135***

As estimativas contidas na Tabela 3 comportam-se quase sempre da forma esperada: os coeficientes são quase sempre positivos (a exceção é o coeficiente estimado para o segundo quintil no modelo da participação no mercado de ações) e aumentam com a riqueza. Nem sempre o coeficiente para os dois primeiros quintis é estatisticamente significativo. No entanto, a tabela sugere claramente que quem tem mais riqueza está em melhores condições para investir no mercado de capitais. Entre os fundamentos que podem sustentar esta evidência estão, por exemplo, uma maior capacidade para suportar os custos envolvidos e assim diluir os custos fixos do investimento ou a existência de um limiar financeiro a partir do qual as famílias podem prescindir de alguma liquidez das suas poupanças.

Além do valor total da riqueza do agregado familiar, o modelo econométrico incluiu também informação acerca de uma categoria particular da riqueza: a habitação. Foram incluídas variáveis binárias que identificam duas situações alternativas à situação tomada como base, que é ter habitação própria sem ter crédito associado. As situações alternativas são: (i) ter habitação própria e um crédito associado a essa habitação, (ii) viver em casa arrendada ou cedida gratuitamente. As estimativas dos coeficientes respetivos estão na Tabela 4.

Tabela 4 - Coeficientes estimados para a habitação

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Casa própria com crédito habitação	-0,047***	-0,039***	-0,013***	-0,032***
Casa arrendada ou cedida	0,009	-0,006	0,001	0,004

Apenas os coeficientes para o caso de ter casa própria com crédito à habitação são estatisticamente significativos, ou seja, esta situação parece reduzir a participação nos mercados de capitais, enquanto estar em casa arrendada ou cedida gratuitamente não parece afetar a participação nos mercados de capitais⁷. Comprar uma casa a crédito reduz a disponibilidade financeira para investir noutros ativos e, além disso, pode significar aumentar a exposição ao risco (por exemplo, de flutuações no preço da habitação e na taxa de juro do crédito), reduzindo o interesse em ter exposição ao risco do mercado de capitais.

4.6.4. [H2] Rendimento

A Tabela 5 é semelhante à Tabela 3, substituindo os quintis da riqueza pelos do rendimento. Tal como no caso da riqueza, apenas os quintis números dois a cinco do rendimento aparecem na tabela, servindo o quintil número um como base.

Tabela 5 - Coeficientes estimados para os níveis de rendimento

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
2º quintil	0,000	-0,002	0,004	-0,008
3º quintil	0,011	0,004	0,006*	-0,002

⁷ Quando comparadas com a categoria base: ter casa própria sem crédito habitação.

4º quintil	0,035***	0,021***	0,012***	0,004
5º quintil	0,087***	0,076***	0,019***	0,037***

Tal como no caso da riqueza, as estimativas comportam-se quase sempre da forma esperada: os coeficientes são quase sempre positivos (as exceções são os coeficientes estimados para os dois primeiros quintis no modelo da participação no mercado de fundos de investimento) e aumentam com o rendimento. Repetindo novamente o padrão observado no caso da riqueza, nem sempre os coeficientes para os primeiros quintis são estatisticamente significativos. Apesar disso, a conclusão a tirar é que o aumento do rendimento está associado ao aumento da taxa de participação nos mercados de capitais, em especial no segmento acionista. Quem tem um rendimento mais elevado terá uma maior capacidade para financiar aplicações em instrumentos financeiros. Em face dos valores dos coeficientes (maiores no caso da riqueza do que no caso do rendimento), este efeito será secundário relativamente ao efeito da riqueza.

4.6.5. [H3] Idade, Género e Educação

Nesta secção apresentamos as estimativas relativas às variáveis relacionadas com a idade, o género e o nível de escolaridade da pessoa de referência nas respostas ao inquérito. No caso de ser uma mulher, distinguimos o comportamento por nível de educação. Incluímos ainda, como indicador do nível de escolaridade dos elementos do agregado, a percentagem de elementos com um grau do ensino superior. As estimativas obtidas estão na Tabela 6.

Tabela 6 - Coeficientes estimados para idade, género e educação

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Idade 35 a 49	-0,009	-0,006	-0,008**	-0,003
Idade 50 a 64	0,016*	0,007	0,001	0,018**

Idade 65 e superior	0,064***	0,052***	0,009**	0,038***
% Ensino Superior no agregado	0,059***	0,043***	0,008*	0,036***
Educação da pessoa de referência				
Ensino Básico	0,009	0,015*	-0,005	0,000
Ensino Secundário	0,031***	0,022***	0,005	0,014*
Ensino Superior	0,059***	0,044***	0,009*	0,035***
A pessoa de referência é mulher	-0,007	-0,005	-0,005	0,001
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0,015	0,009	0,009	0,006
Ensino Secundário	0,013	0,006	0,008	0,008
Ensino Superior	-0,029**	-0,033***	-0,004	-0,026**

No que respeita à idade, optámos por usar variáveis binárias para identificar o escalão etário da pessoa de referência. O escalão etário base é aquele em que a pessoa de referência tem menos de 35 anos. Esta opção, tal como usar uma função quadrática, permite que a relação entre a idade e a participação seja não linear, uma possibilidade suportada por alguns estudos empíricos. As nossas estimativas indicam a existência de uma relação quase constante entre a participação no mercado de capitais e a idade até cerca dos 50 anos, a que se segue um aumento da participação. Este comportamento poderá estar associado ao surgimento, por volta daquela idade, de uma preocupação com a poupança para a reforma. É assim que interpretamos, especialmente, o coeficiente estimado para o escalão dos 50 aos 64 anos no

caso dos fundos de investimento, que poderá estar associado à aquisição de fundos de investimento de tipo semelhante aos Plano Poupança Reforma existentes em Portugal.

As estimativas apresentadas na Tabela 6 também sugerem que o nível de escolaridade (medido pela percentagem de elementos do agregado familiar que completaram um grau do ensino superior) tem um papel importante na participação nos mercados de capitais, com a possível exceção do mercado obrigacionista. O coeficiente é maior no caso da participação no mercado acionista, o que está de acordo com a ideia de que ao investimento em ações está associada a necessidade de dispor de níveis mais elevados de informação, em particular, de literacia financeira, de que o nível de escolaridade poderá ser um indicador. Da mesma forma, os coeficientes estimados para as variáveis binárias que identificam o nível de escolaridade da pessoa de referência (sem distinguir o género e tomando como categoria base o ensino primário) indicam que a participação aumenta com o nível de escolaridade da pessoa de referência.

Porém, o conjunto de variáveis que se segue na Tabela 6 altera um pouco esta conclusão no caso de a pessoa de referência do agregado familiar no contexto do inquérito ser mulher. Com efeito, o coeficiente estimado para a situação em que a pessoa de referência é mulher e tem um grau do ensino superior é estatisticamente significativo e negativo, apresentando uma magnitude que implica, aproximadamente, que ter um grau do ensino superior não altera o comportamento (em termos de participação nestes mercados financeiros) relativamente a ter o ensino secundário (note-se que os coeficientes estimados para as mulheres devem ser interpretados como diferenças face aos coeficientes estimados para a educação sem distinguir o género da pessoa de referência). Por fim, note-se que exceto naquele caso de ter um grau do ensino superior, o facto de a pessoa de referência ser mulher não parece diminuir a taxa de participação nos mercados de capitais. Esta conclusão está em consonância com a evidência apresentada por Guiso e Zaccaria (2023), que analisam estudos que identificam uma menor participação feminina — frequentemente atribuída a níveis mais baixos de autoconfiança e maior aversão ao risco —, embora não encontrem indícios significativos dessa diferença nos seus próprios dados.

4.6.6. [H4] Estrutura Familiar

A estrutura familiar também pode afetar a participação nos mercados de capitais. Na nossa análise introduzimos duas dimensões da estrutura familiar: a presença de reformados e a presença de crianças. As estimativas obtidas estão na Tabela 7.

Tabela 7 - Coeficientes estimados para a estrutura familiar

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Agregado com algum reformado	0,019***	0,016***	0,007**	0,011**
Agregado com alguma criança	-0,020***	-0,012***	-0,001	-0,006

As estimativas indicam que a presença de elementos reformados no agregado familiar aumenta a taxa de participação nos mercados financeiros. Uma possível interpretação deste resultado é que a reforma reduz as despesas associadas a uma vida ativa (por exemplo, deslocações para o trabalho) e assim liberta fundos que podem ser aplicados em instrumentos financeiros. Outra possibilidade é que a pessoa se tenha reformado por ter atingido um nível de poupança acumulada suficiente para dispensar os rendimentos do trabalho. Contudo, também se pode pôr a hipótese de a reforma estar associada a problemas de saúde, que pesarão nas contas do agregado. Este efeito oposto será menos relevante se as despesas de saúde forem comparticipadas em boa parte por um sistema de segurança social, ou se os indivíduos com despesas de saúde mais significativas já não estiverem a residir com o agregado familiar e estiverem fora da amostra do inquérito.

Quanto ao efeito de o agregado incluir crianças, as estimativas indicam que esse efeito será negativo no caso da participação no mercado acionista e no conjunto dos mercados de capitais, não tendo significância estatística no caso das obrigações e dos fundos de investimento. De qualquer modo, o sinal negativo corrobora a ideia de que os decisores do agregado familiar têm uma menor disponibilidade financeira para investir (por causa das despesas adicionais com as crianças), ou são mais cautelosos (evitando o investimento em ativos financeiros com um maior grau de risco), quando têm a seu cargo crianças.

4.6.7. [H5] Estabilidade Financeira

O nosso modelo econométrico contém também duas variáveis com que pretendemos captar o nível de estabilidade financeira do agregado familiar. A primeira dessas variáveis é a existência de restrições no acesso ao crédito: o agregado gostaria de obter crédito, mas tem a percepção de que não consegue, o que pode corresponder (ou não) a uma avaliação negativa da sua situação financeira pelas instituições de crédito. A segunda variável que usaremos como indicadora da estabilidade financeira da família é a percentagem de desempregados no agregado: a existência de uma situação de desemprego pode influenciar as perspetivas de futuro e a disponibilidade para correr riscos através do investimento em ativos financeiros. As estimativas obtidas para estas variáveis estão na Tabela 8.

Tabela 8 - Coeficientes estimados para a estabilidade financeira

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Restrições crédito	-0,040***	-0,025***	0,006	-0,030***
% Desempregados	-0,003	0,008	0,003	-0,001

Os resultados indicam que a existência de restrições no acesso ao crédito reduz a participação no conjunto dos mercados de capitais, nas ações e nos fundos, mas acaba por surpreender ao não detetar o mesmo efeito no caso do mercado obrigacionista. A percentagem de desempregados nunca tem significância estatística; possivelmente, variáveis como o rendimento e a riqueza são suficientes para captar o efeito associado a uma situação de desemprego sobre a participação nos mercados de capitais.

4.6.8. [H6] Poupança

No modelo estimado com a amostra completa (incluindo todos os países selecionados), esta componente do modelo contém uma única variável, que indica a existência de poupança no agregado familiar: uma variável binária igual a um quando o rendimento excede a despesa do agregado familiar e igual a zero no caso contrário. As estimativas obtidas estão na Tabela 9. A expectativa de encontrar efeitos positivos (poupar deverá facilitar o investimento em ativos financeiros) e estatisticamente significativos sai frustrada apenas no caso da participação no mercado acionista.

Tabela 9 - Coeficientes estimados para a poupança

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Poupança	0,019***	-0,003	0,015***	0,014***

4.6.9. [H7] Planos de pensões

A variável examinada na presente subsecção é uma variável binária que indica se o indivíduo tem um plano de pensões de natureza voluntária, algo que em princípio pode revelar a intenção de poupar para a reforma. As estimativas obtidas estão na Tabela 10.

Tabela 10 - Coeficientes estimados para os planos de pensões voluntários

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Tem plano de pensões voluntário	0,096***	0,066***	0,007***	0,071***

Ter um plano de pensões de carácter voluntário tem um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre a participação nos mercados de capitais. Com exceção do mercado obrigacionista, este efeito aparenta ter uma magnitude importante. Quem investe em planos de pensões voluntários parece ter um grau de sofisticação financeira mais elevado.

4.6.10. [H8] Perfil de investimento e aversão ao risco

A aversão ao risco é um dos fatores fundamentais na determinação da participação em mercados de ativos com risco. A última componente do nosso modelo econométrico incorpora duas variáveis binárias que caracterizam as preferências do indivíduo face ao risco. A variável “risco médio” toma o

valor um quando o indivíduo declara que prefere uma situação na qual corre riscos de nível médio em troca de rendimentos esperados de nível igualmente médio. A variável “risco elevado” toma o valor um quando o indivíduo declara que prefere uma situação na qual corre riscos de nível elevado em troca de rendimentos esperados de nível igualmente elevado. A categoria base (que, conseqüentemente, não aparece na tabela com as estimativas) corresponde ao caso em que o indivíduo declara que prefere uma situação na qual corre riscos de nível baixo em troca de rendimentos esperados de nível igualmente baixo. Os coeficientes estimados para aquelas duas variáveis estão na Tabela 11.

Tabela 11 - Coeficientes estimados para os perfis de investimento

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Risco médio	0,226***	0,131***	0,025***	0,172***
Risco elevado	0,251***	0,215***	0,030***	0,173***

As estimativas reportadas na Tabela 11 indicam que, comparativamente com quem tem um perfil de risco baixo, a participação em geral aumenta quando a tolerância ao risco aumenta⁸. Contudo, vale a pena notar que apenas no caso do mercado acionista se observa uma diferença clara entre os coeficientes estimados para as variáveis “risco médio” e “risco elevado”. Isto é, apenas no caso do investimento em ativos financeiros de risco mais elevado (as ações), a distinção entre perfil “risco médio” e perfil “risco elevado” se torna relevante.

4.6.11. Comportamento por quintil da riqueza

Conforme referimos na primeira subsecção, além de estimarmos o modelo base usando a amostra completa (da edição de 2021 do HFCS), estimámos também versões alternativas. Nesta subsecção apresentamos os resultados obtidos quando o modelo base foi estimado separadamente para cada quintil da riqueza, usando a amostra completa, mas excluindo naturalmente as variáveis explicativas que identificam os quintis da riqueza em que cada agregado se situa. As tabelas completas podem ser

⁸ No caso da participação no mercado de fundos de investimento não há uma diferença significativa entre as famílias de perfil de risco médio e elevado.

consultadas no Apêndice E.1. O aspeto mais saliente da análise é que os resultados obtidos usando o quinto quintil da riqueza parecem estar muito próximos dos resultados agregados em termos de magnitude (ou, pelo menos, de sinal) e de significância estatística. Sendo assim, notaremos, no que se segue, os pontos em que se observa uma divergência mais clara ou sistemática relativamente aos outros quintis.

Nos segundo, terceiro e quarto quintis, estar em casa arrendada ou cedida gratuitamente aparece associado a uma maior participação nos mercados de capitais (quando comparado com a opção de ter casa própria com ou sem crédito habitação), exceto para o mercado obrigacionista. No primeiro quintil, também se observa o mesmo fenómeno, mas com dimensão e significância bastante reduzidas. Esta evidência indicia que, para famílias de quintis intermédios, o investimento em mercados de capitais é concorrente com o investimento em casa própria (com ou sem recurso a crédito habitação).

O efeito da idade na participação nos mercados de capitais varia consoante o quintil. Nos quintis inferiores aparecem sinais negativos, por vezes estatisticamente significativos, nos vários escalões etários. Tal parece indicar que, quando o nível de riqueza é mais baixo, são os mais jovens que, *ceteris paribus*, participam mais nos mercados financeiros, talvez por terem outro tipo de formação ou outro tipo de mentalidade. O efeito positivo associado ao escalão etário acima dos 65 anos, observado na amostra global, advém essencialmente do quinto quintil, embora haja também evidência de uma maior participação no mercado de capitais e no de fundos de investimento para o quarto quintil.

Também o nível de escolaridade parece perder importância à medida que se desce no quintil de riqueza, perdendo totalmente a significância estatística nos primeiros três quintis. Note-se que, no caso da educação da pessoa de referência do género feminino, é no segundo quintil que se observa o efeito negativo e estatisticamente significativo que a estimação conjunta revelava no caso dos mercados de capitais e acionista. Nos outros quintis, o efeito tende a ser negativo, mas sem significância estatística.

Haver no agregado familiar alguém reformado só tem um efeito com significância estatística nos quarto e, especialmente, quinto quintis. Em sentido contrário, a significância estatística do efeito da presença de crianças no agregado familiar parece estar menos associada ao quinto quintil e mais aos restantes, o que sugere que a carga financeira decorrente da existência de crianças não é relevante para as famílias pertencentes ao quinto quintil. Já a percepção de restrições financeiras reduz a participação em todos os quintis, exceto no primeiro. A magnitude do efeito estimado para a posse de planos de pensões voluntários e para a atitude face ao risco aumenta com o quintil de riqueza.

4.7. Estimações complementares

Na primeira subsecção abaixo discutimos os resultados de estimar uma versão modificada do modelo base usando cada uma das edições do HFCS para Portugal. Na segunda subsecção voltamos a usar a amostra com todos os países, mas acrescentamos ao modelo base uma variável binária que identifica os países com um nível de desenvolvimento (ou dinâmica) do mercado de capitais elevado (nível acima da mediana). Estas variáveis binárias seguem a classificação sugerida no capítulo 2 deste estudo. As tabelas completas podem ser consultadas nos Apêndices E.2 e E.3, respetivamente.

4.7.1. Estimativas usando as edições do HFCS para Portugal

A estimação do modelo usando apenas os dados dos agregados familiares residentes em Portugal tem dois objetivos. O primeiro é obter estimativas que permitam enquadrar o comportamento das famílias portuguesas nos resultados obtidos para o conjunto de países e, em complemento à hipótese H6 estudada no modelo base, analisar o papel dos objetivos de poupança na participação nos mercados de capitais.⁹ O segundo objetivo é detetar padrões de comportamento que tenham evoluído ao longo do período em análise para a população portuguesa. A interpretação dos resultados tem um elemento subjetivo e é dificultada pela incerteza que caracteriza as estimativas.

Comparação entre Portugal e o conjunto dos países

O modelo usado para Portugal não é diretamente comparável com o modelo base por incluir objetivos de poupança (não disponíveis de forma consistente para os restantes países) e por não incluir a variável binária sobre planos de pensões voluntários (dados históricos não disponíveis para Portugal). Ainda assim, é viável analisar o sentido dos efeitos e identificar eventuais diferenças.

O primeiro destaque é que o modelo para a participação no mercado obrigacionista apenas apresenta efeitos significativos para o nível de risco, indicando que a participação das famílias está positivamente relacionada com o seu perfil de risco, e para o caso em que a poupança tem como um dos seus objetivos preparar a reforma, também com efeito positivo.

Nos restantes mercados, a participação é condicionada: pelo nível de riqueza e rendimento, sendo que, em ambos, apenas o quinto quintil apresenta um efeito positivo; pela idade do agregado, com um efeito positivo para 65 ou mais anos (exceto mercado acionista); pela maior escolaridade, medida através da

⁹ Como referido na secção 5, a pergunta que questiona os objetivos de poupança das famílias não é colocada de forma uniforme nos diferentes países. Por esse motivo, não foi possível incluir esta informação no modelo base. Usando apenas informação para Portugal, ultrapassamos esta limitação.

percentagem de membros com ensino superior; pela existência de poupança com vários objetivos nos quais constam a reforma (exceto mercado acionista); e pelo perfil de risco dos agregados, com uma clara diferença face aos agregados com perfil de risco baixo. No caso particular do mercado acionista, destaca-se ainda o efeito negativo da existência de crédito habitação na participação das famílias.

De um modo geral, os sentidos dos efeitos são concordantes com o modelo base pese embora algumas variáveis tenham perdido significância estatística. Nesta conclusão, deve ser considerado que, para os agregados residentes em Portugal, foi incluída uma nova variável que se revelou bastante relevante – os objetivos de poupança.

Changwony, Campbell e Tabner (2021) salientam a associação entre a existência de objetivos de poupança e a participação em mercados de ativos financeiros de risco mais elevado. No nosso modelo, esta possibilidade é estudada através de variáveis binárias que identificam três situações. Na primeira, o agregado declara ter objetivos de poupança, mas não o objetivo de poupar para a reforma. Na segunda, o agregado declara ter o objetivo de poupar para a reforma, bem como outros objetivos de poupança. Na terceira, o agregado declara que poupar para a reforma é o único objetivo da sua poupança. A categoria omitida corresponde aos agregados que não reportam objetivos de poupança. Uma vez que ter objetivos de poupança pressupõe poupar, estas variáveis aparecem em interação com a variável “poupança” utilizada na subsecção 6.8 (variável binária igual a um quando o rendimento excede a despesa do agregado familiar e igual a zero no caso contrário). As estimativas obtidas estão na Tabela 12.

As estimativas obtidas indicam que ter vários objetivos de poupança, entre os quais a poupança para a reforma, aumenta a participação nos mercados de capitais, com exceção do mercado acionista. O efeito estimado é maior no caso dos fundos de investimento, a que poderá não ser alheio o facto de os fundos de investimento estarem muito associados à poupança para a reforma em Portugal, através dos Planos Poupança Reforma. A estimativa para o mercado acionista, com o menor coeficiente e não significativo do ponto de vista estatístico, poderá querer dizer que os portugueses veem o investimento em ações como um meio pouco adequado de poupar para a reforma, possivelmente por causa da perceção de que se trata de um investimento com risco mais elevado.

É também de realçar que quem poupa, mas não tem o objetivo de preparar a reforma, aparenta não privilegiar os mercados de capitais.¹⁰ Se estes agregados não têm intenção de poupar para a reforma, então as suas poupanças terão objetivos de mais curto prazo, podendo o investimento nos mercados de capitais ser percecionado como menos adequado. Curiosamente, as famílias que apenas poupam para preparar a reforma apresentam coeficientes positivos, mas sem significância estatística. Este resultado

¹⁰ Nenhum dos coeficientes é estatisticamente significativo e os valores são baixos e até negativos.

poderá refletir a hipótese avançada na literatura de que ter poucos objetivos está associado a um menor contacto com os mercados de capitais, a menor sofisticação financeira e, conseqüentemente, a uma participação mais reduzida nesses mercados.

Tabela 12 - Coeficientes estimados para os objetivos de poupança

	Participação no mercado de			
	Capitais	Ações	Obrigações	Fundos
Poupar para a reforma não é um dos objetivos	-0,004	0,002	0,001	-0,011
Poupar para a reforma é um dos objetivos	0,044**	0,013	0,019**	0,027*
Poupar para a reforma é o único objetivo	0,015	0,001	0,009	0,017

Evolução dos comportamentos

Dada a natureza dos dados, a análise da evolução dos comportamentos é subjetiva. Ainda assim julgamos ser relevante destacar as seguintes alterações de comportamento¹¹:

1. Riqueza e rendimento: O efeito positivo decorrente de o agregado pertencer ao quinto quintil de riqueza e/ou rendimento é persistente ao longo de todo o período. No entanto, enquanto para o nível de riqueza parece haver um reforço consistente do efeito entre 2010 e 2021, para o rendimento observa-se uma contenção temporária em 2014 e 2017 (face aos valores de 2010 e 2021).
2. Ter 65 anos ou mais: Nos anos de 2014 e 2017, ter 65 anos ou mais deixou de influenciar a probabilidade de participar nos mercados de capitais, embora no ano de 2014 tenha alguma significância para a participação no mercado acionista.
3. Educação: Desde 2014, a percentagem de elementos do agregado familiar com um grau do ensino superior tem um efeito positivo e estatisticamente significativo na participação nos

¹¹ Pela não significância dos efeitos encontrados para a participação no mercado obrigacionista, esta análise refere-se apenas ao mercado de capitais como um todo, mercado acionista e mercado de fundos de investimento.

mercados. Em contrapartida, o efeito positivo do nível de escolaridade da pessoa de referência observado em 2010 desvanece-se ao longo do tempo. Esta evolução contraditória talvez signifique que a pessoa de referência perdeu alguma representatividade quanto à situação do agregado familiar.

4. Pessoa de referência: O efeito negativo observado quando a pessoa de referência é mulher e tem um grau do ensino superior, tem vindo a diminuir. Isto pode significar que se estão a tornar menos avessas ao risco, ou que estão a aumentar o nível de sofisticação financeira.
5. Membros reformados no agregado: Em 2014 verificou-se um efeito positivo de haver alguém reformado no agregado familiar sobre a participação no mercado acionista e no conjunto dos mercados de capitais. Este resultado é compatível, do ponto de vista do modelo, com a redução da participação dos agregados em que não há nenhum reformado, não implicando necessariamente uma alteração do comportamento dos reformados. Poderia dar-se o caso, por exemplo, de os reformados terem mantido as ações que já detinham, nomeadamente ações adquiridas no âmbito de processos de privatização, muitos anos antes, enquanto os agregados em que não há reformados reduziram a sua participação, ou não chegaram a participar, no mercado acionista.
6. Restrições de acesso ao crédito: Em 2014 observou-se um efeito negativo sobre a participação no mercado acionista e no conjunto do mercado de capitais em associado à existência de restrições no acesso ao crédito. O contexto da época, na fase final do Programa de Assistência Económica e Financeira poderá ajudar a explicar este resultado.
7. Objetivos de poupança: Em geral, ter vários objetivos de poupança, entre os quais pelo menos um está relacionado com a reforma, parece ter um efeito positivo na participação no mercado de capitais e no mercado acionista. Contudo, é também de salientar que, em 2014, independentemente dos objetivos de poupança, as famílias que conseguiam poupar tinham uma maior participação nos mercados de capitais. Este efeito pode dever-se a uma menor capacidade de poupança motivada pela austeridade, uma vez que a recolha de dados coincide com o fim do período de intervenção da troika. No caso do mercado de fundos de investimento, o efeito positivo advém de as famílias terem como único objetivo a poupança para a reforma ou de este coexistir com outros objetivos.
8. Perfil de risco: Parece haver uma tendência para o efeito do perfil de risco sobre a participação nos vários mercados aumentar, especialmente em 2021 para os mercados de capitais e mercados de fundos de investimento e a partir de 2014 para o mercado acionista.

4.7.2. O desenvolvimento/dinamismo do mercado de capitais

Nesta subsecção analisamos os resultados obtidos quando o modelo base inclui uma variável binária que identifica os países que têm um nível elevado de desenvolvimento – ou, alternativamente, de dinamismo – do mercado de capitais. O nível de desenvolvimento e o nível de dinamismo do mercado de capitais são medidos com os mesmos indicadores que foram usados no segundo capítulo deste estudo. Os países considerados com um nível alto de desenvolvimento/dinamismo são aqueles cujo nível de desenvolvimento/dinamismo está acima da mediana do indicador. A classificação dos países incluídos na nossa estimacão está na Tabela 13 – Classificação dos países de acordo com o nível de desenvolvimento/dinamismo. Alguns países mudam de categoria quando se muda de indicador. É o caso de Portugal, que tem um nível baixo de dinamismo do mercado de capitais, mas tem um nível alto de desenvolvimento do mercado de capitais.

As estimativas obtidas com estes dois modelos estão no Apêndice E.3. As variáveis DMC_1 e DMC_2 são as variáveis binárias que identificam os países com um nível elevado de dinamismo (DMC_1) e de desenvolvimento (DMC_2). Em ambos os modelos e para todos os mercados, os coeficientes destas variáveis são positivos e estatisticamente significados. Este resultado sugere a possibilidade de o nível de desenvolvimento/dinamismo dos mercados financeiros contribuir para aumentar a participação das famílias nos mercados de capitais.

Os coeficientes estimados para as restantes variáveis suscitam-nos as seguintes observações. Os resultados obtidos com o nível de desenvolvimento e com o nível de dinamismo são muito parecidos entre si. O efeito da riqueza parece ser um pouco superior no modelo com o nível de dinamismo. Já no caso da escolaridade da pessoa de referência, a magnitude dos coeficientes é maior no modelo com o nível de desenvolvimento. Há também algumas diferenças de magnitude nos coeficientes estimados na componente habitação, mas sem um padrão coerente.

Tabela 13 – Classificação dos países de acordo com o nível de desenvolvimento/dinamismo

	Dinamismo	Desenvolvimento
Alemanha	baixo	alto
Áustria	baixo	alto
Bélgica	baixo	baixo
Chipre	alto	baixo
Croácia	baixo	baixo
Eslováquia	baixo	baixo
Eslovénia	baixo	baixo
Espanha	alto	alto

Estónia	baixo	baixo
França	alto	alto
Grécia	baixo	alto
Hungria	alto	baixo
Itália	alto	alto
Letónia	alto	baixo
Lituânia	baixo	baixo
Luxemburgo	alto	alto
Países Baixos	alto	alto
Portugal	baixo	alto

Quando comparamos as estimativas obtidas para os modelos com o nível de desenvolvimento/dinamismo e as obtidas para o modelo base apresentado na secção anterior, encontramos mais diferenças. Contudo, do ponto de vista global, as diferenças encontradas não parecem alterar de forma relevante o sentido dos comentários que então fizemos. Uma primeira diferença diz respeito ao efeito de estar em casa arrendada ou cedida gratuitamente. No modelo base não tinha significância estatística; nestes modelos tem, apontando para um efeito positivo sobre a participação nos mercados de capitais, com a exceção do obrigacionista, para o qual o efeito estimado é negativo. Uma segunda alteração ocorre no efeito estimado para o nível de escolaridade da pessoa de referência apenas quando se olha para o modelo que usa o nível de desenvolvimento do mercado de capitais; no caso do modelo que usa o nível de dinamismo não se nota uma diferença significativa relativamente ao modelo base.

As restantes diferenças que julgamos serem de salientar estão todas relacionadas com o mercado obrigacionista, nuns casos ganhando significância estatística, noutros perdendo. O efeito do escalão etário aumenta nestes modelos, ganhando significância estatística no escalão dos 50 aos 64 anos. Pelo contrário, perdem significância estatística o facto de a pessoa de referência ser mulher, o facto de haver reformados no agregado familiar e o facto de ter um fundo de pensões voluntário. Um resultado mais surpreendente, talvez fruto apenas de um acaso estatístico, é o sinal positivo obtido para a percentagem de desempregados.

4.8. Conclusões

Este estudo investigou os determinantes da participação dos agregados familiares nos mercados de capitais, utilizando um modelo econométrico abrangente que incorporou diversos fatores socioeconómicos e demográficos. Os resultados obtidos sugerem que, do ponto de vista do efeito do enquadramento institucional sobre a participação nos mercados de capitais, Portugal ocupa uma posição intermédia no contexto dos países europeus incluídos na amostra analisada, com um enquadramento institucional que não é dos mais favoráveis, mas também não é dos mais desfavoráveis à participação nos mercados de capitais. Contudo, esta conclusão deve ser relativizada, pois a amostra não inclui alguns dos países europeus em que a taxa de participação dos agregados familiares nos mercados de capitais é mais elevada, como a Finlândia, a Suécia e a Dinamarca.

Quanto às características dos agregados, os resultados referentes à riqueza confirmam a hipótese de que a maior riqueza dos agregados familiares está associada a uma maior probabilidade de participação nos mercados de capitais. Este efeito é mais pronunciado do que o efeito do rendimento, sugerindo que a acumulação de riqueza é um fator determinante na capacidade de investimento em ativos financeiros, tal como sugerido pelos modelos teóricos. A análise por quintil de riqueza mostra ainda que o quinto quintil reproduz de forma próxima os resultados obtidos para a amostra global, enquanto, nos quintis intermédios, se observa que viver em habitação arrendada ou cedida gratuitamente se associa a uma maior participação nos mercados de capitais, sugerindo uma possível substituição entre investimento em habitação própria e investimento financeiro.

Relativamente à idade, os resultados indicam que a participação nos mercados de capitais tende a aumentar após os 50 anos, possivelmente refletindo uma maior preocupação com a poupança para a reforma. No entanto, esta tendência é sobretudo explicada pelos agregados familiares pertencentes ao quarto e quinto quintis de riqueza, já que nos quintis inferiores a participação parece ser mais elevada entre os indivíduos com menos de 35 anos, possivelmente em virtude de diferentes atitudes ou formações financeiras.

O nível de escolaridade, especialmente a percentagem de membros do agregado com ensino superior, está positivamente associado à participação, sobretudo no mercado acionista e nos fundos de investimento. No entanto, este efeito é menos evidente quando a pessoa de referência é uma mulher com grau superior, sendo particularmente notório um efeito negativo e estatisticamente significativo no segundo quintil de riqueza.

No que diz respeito à estabilidade financeira, a perceção de existência de restrições no acesso ao crédito por parte dos agregados reduz a sua participação nos mercados de capitais em praticamente todos os quintis (o primeiro quintil é a exceção), evidenciando a importância da liquidez e da capacidade de financiamento.

A composição do agregado familiar também influencia a decisão de investimento: a presença de reformados no agregado familiar está associada a uma maior participação nos mercados financeiros, possivelmente porque a reforma liberta recursos financeiros ou reflete uma situação de maior acumulação de riqueza. Em contraste, a presença de crianças no agregado tem um efeito negativo, especialmente abaixo do quinto quintil, sugerindo que encargos adicionais e uma maior aversão ao risco limitam a capacidade ou a disposição para investir em ativos financeiros.

Foi ainda constatado que a existência de poupança líquida — ou seja, situações em que o rendimento do agregado excede a sua despesa — está positivamente associada à participação nos mercados de capitais, ainda que no caso específico do mercado acionista este efeito não tenha alcançado significância estatística. Ter um plano de pensões de natureza voluntária revelou-se um fator de forte impacto positivo e estatisticamente significativo na participação nos mercados de capitais, com especial expressão no mercado acionista e nos fundos de investimento, sugerindo que indivíduos que optam por esta forma de poupança demonstram maior literacia e sofisticação financeiras.

No caso específico dos agregados familiares residentes em Portugal, a análise considerou duas dimensões adicionais. A primeira foi a introdução das motivações de poupança. Os resultados indicam que ter vários objetivos de poupança, incluindo o objetivo de poupar para a reforma, está positivamente associado à participação nos mercados de capitais, com especial destaque para os fundos de investimento, provavelmente devido à forte ligação destes instrumentos aos Planos Poupança Reforma. Em contrapartida, os agregados que poupam apenas para a reforma apresentaram coeficientes positivos, mas sem significância estatística, sugerindo que ter poucos objetivos de poupança poderá refletir uma menor sofisticação financeira. Por outro lado, os agregados que poupam, mas não para a reforma, revelaram uma participação reduzida nos mercados de capitais, o que é compatível com a hipótese de que objetivos de curto prazo desincentivam o investimento em ativos financeiros de maior risco.

A segunda dimensão analisada foi a evolução temporal dos comportamentos entre 2010 e 2021. Verificou-se que o efeito positivo da pertença ao quinto quintil de riqueza se reforçou ao longo do período, enquanto o impacto do rendimento oscilou, sendo menos expressivo em 2014 e 2017. A partir de 2014, observou-se um reforço do impacto da escolaridade dos membros do agregado, contrastando com o esbatimento do efeito do nível de escolaridade da pessoa de referência. Adicionalmente, o efeito negativo de a pessoa de referência ser uma mulher com grau superior tem vindo a diminuir, sugerindo uma possível evolução na atitude face ao risco ou na literacia financeira. Também a presença de reformados no agregado familiar voltou a ter, em 2014, um impacto positivo na participação no mercado acionista, possivelmente por inércia na manutenção de ativos adquiridos no passado. Nesse mesmo ano, observou-se ainda um impacto negativo particularmente marcado da perceção de restrições no acesso ao crédito por parte dos agregados, num contexto de forte austeridade e consolidação orçamental. Por fim, constatou-se uma intensificação do efeito do perfil de risco sobre a participação nos vários

mercados. Indivíduos com maior tolerância ao risco apresentam probabilidades de participação nos mercados de capitais muito mais elevadas, particularmente no mercado acionista e nos fundos de investimento.

Destaca-se ainda que, para a participação das famílias portuguesas no mercado obrigacionista, apenas o perfil de risco do agregado revela significância estatística ao longo de todo o período. Assim, famílias com maior nível de risco têm uma maior probabilidade de participarem neste mercado. Recordamos, contudo, que nada podemos concluir quanto ao peso do investimento em obrigações no total da riqueza dos agregados por estar fora do âmbito deste estudo.

Por fim, os resultados mostram que o nível de desenvolvimento e dinamismo dos mercados financeiros nos diferentes países está positivamente associado à participação das famílias nos mercados de capitais, reforçando a importância das condições estruturais de mercado.

Em suma, o estudo evidencia que a participação nos mercados de capitais é influenciada por uma combinação complexa de fatores económicos, demográficos e comportamentais, bem como pelo contexto institucional, pelas motivações individuais de poupança, pela evolução conjuntural e pelas características específicas dos mercados financeiros de cada país.

A. Metodologia de recolha de dados e classificação

4.8.1. A.1 Utilização de ferramenta de múltipla imputação em Stata (comando: *mi*)

De acordo com o guia do utilizador do HFCS (European Central Bank (2023d)) a imputação múltipla no Stata (através do comando *mi*) permite gerir os dados em falta através de um enquadramento que cria múltiplos conjuntos de dados com valores imputados. Cada imputação representa um conjunto completo de dados onde os valores em falta são estimados estocasticamente através das observações registadas. Através dos comandos *mi* do Stata é possível preparar os dados, registar as variáveis imputadas e realizar análises entre as imputações. Após importar os conjuntos de dados, os detalhes da imputação são configurados, e os dados são analisados utilizando comandos de estimativa padrão (*mi estimate*) ou rotinas mais especializadas. O Stata permite ainda a integração com pesos de inquérito (*svy*) e pesos replicados para estimativa de variância. Esta ferramenta é essencial para produzir estimativas robustas de parâmetros e erros padrão, tirando partido dos benefícios da imputação múltipla para a inferência estatística.

4.8.2. A.2 Criação de novas variáveis

- Criação de variáveis que indicam a participação em mercados de ações, obrigações e fundos de investimento, com base na identificação da presença de qualquer montante investido nas respetivas categorias de ativos financeiros pelo agregado familiar.
- Criação de variável que indica a participação em mercado de capitais, com base na presença de pelo menos um investimento em ações obrigações ou fundo de investimento.
- Criação de variável Poupança Reforma para os dados de Portugal através da combinação das respostas às questões [Q1] “As despesas dos últimos 12 meses foram inferiores ao rendimento”, [Q2] “A poupança para a reforma é um importante objetivo de poupança?” e [Q3] “A poupança para X (diferente de reforma) é um importante objetivo de poupança?”. Foram estipuladas quatro combinações:

	[Q1]	[Q2]	[Q3]
=1, sem objetivos de poupança	não	-	-

=2, poupar para a reforma não é um dos objetivos	sim	não	sim
=3, poupar para a reforma é um dos objetivos	sim	sim	sim
=4, poupar para a reforma é o único objetivo	sim	sim	não

4.8.3. A.3 Exclusão de países

- Irlanda e Malta foram excluídos pela inexistência de dados considerados essenciais para o estudo (tais como a idade dos indivíduos).
- República Checa e Hungria foram excluídas por não pertencerem à zona euro.
- Finlândia foi incluída na secção 5 pela sua importância, mas excluída da secção 6 e 7 por não ter dados sobre a poupança.

B. Definição das variáveis

Variável	Descrição
% com Ensino Superior	% de membros com Ensino Superior (exclui menores)
% Desempregados	% de membros desempregados (exclui menores)
Crianças	=1, se existe pelo menos uma criança no agregado; =0, se o contrário
DMC1	=1, se país apresenta elevado dinamismo/desenvolvimento do mercado de capitais (variável segue a primeira definição estipulada no Capítulo2); =0, se o contrário
DMC2	=1, se país apresenta elevado dinamismo/desenvolvimento do mercado de capitais (variável segue a segunda definição estipulada no Capítulo2); =0, se o contrário
Educação (referência)	Educação da pessoa de referência
Habitação	=1, Casa Própria sem crédito habitação; =2, Casa Própria com crédito habitação; =3, Arrendada ou cedida
Idade (referência)	Idade da pessoa de referência
Idade média	Média de idades dos membros do agregado*
Mulher (referência)	=1, se a pessoa de referência é mulher; =0, se o contrário
Participação no mercado de ações	=1, se o agregado tiver qualquer montante investido em ações; =0, se o contrário
Participação no mercado de capitais	=1, se o agregado tiver qualquer montante investido em ações, obrigações ou fundos de investimento; =0, se o contrário
Participação no mercado de fundos de investimento	=1, se o agregado tiver qualquer montante investido em fundos de investimento; =0, se o contrário
Participação no mercado de obrigações	=1, se o agregado tiver qualquer montante investido em obrigações; =0, se o contrário
Perfil Investimento	=1, Risco Baixo; =2, Risco médio; =3 Risco elevado
Plano Pensões voluntário	=1, se o agregado tem algum plano de pensões voluntário; =0, se o contrário
Poupança	=1, se o agregado consegue poupar no fim do mês; =0, se o contrário
Poupança Reforma (apenas para PT)	=1, sem objetivos de poupança; =2, poupar para a reforma não é um dos objetivos; =3, poupar para a reforma é um dos objetivos; =4, poupar para a reforma é o único objetivo
Quintil de rendimento	Quintil de rendimento definido por país

Quartil de riqueza

Quartil de riqueza definido por país

Reformado

=1, se existe pelo menos um reformado no agregado; =0, se o contrário

Restrições crédito

=1, se o agregado sentiu ou percebeu restrições de crédito no último ano; =0, se o contrário

C. Estatísticas Descritivas Portugal de 2010-2021

Tabela 14 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2021 (Quarta edição do HCFS)

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 076	0.08	0.006	-	1
Partic. no mercado de ações	6 076	0.05	0.005	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 076	0.01	0.002	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 076	0.04	0.004	-	1
Quintil de Riqueza	6 100	3.00	0.034	1	5
Habitação	6 100	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.40	0.011	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.30	0.011	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.30	0.012	-	-
Quintil de Rendimento	6 100	3.00	0.033	1	5
Idade média no agregado	6 100	55.53	0.393	24	85
A pessoa de referência é mulher	6 100	0.43	0.012	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 100	0.21	0.008	-	1
Educação (pessoa de referência)	6 100	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.41	0.012		
Ensino Básico		0.18	0.010		
Ensino Secundário		0.19	0.009		
Ensino Superior		0.22	0.009		
Agregado com algum reformado	6 100	0.39	0.011	-	1
Agregado com alguma criança	6 100	0.34	0.012	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	6 100	0.07	0.007	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	6 100	0.51	0.012	-	1
% membros desempregados no agregado	6 100	0.08	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	6 100	0.24	0.010	-	1
Perfil de Investimento	6 074	-	-	1	3
Risco baixo		0.92	0.007		
Risco médio		0.07	0.006		
Risco elevado		0.02	0.004		
Objetivo de poupança reforma	5 672	-	-	1	4
Sem objetivos de poupança		0.52	0.013		
Poupar para a reforma não é um dos objetivos		0.30	0.012		
Poupar para a reforma é um dos objetivos		0.07	0.006		
Poupar para a reforma é o único objetivo		0.11	0.008		

Tabela 15 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2017 (Terceira edição do HCFS)

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 076	0.07	0.004	-	1
Partic. no mercado de ações	6 076	0.04	0.003	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 076	0.01	0.002	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 076	0.02	0.002	-	1
Quintil de Riqueza	6 100	3.00	0.028	1	5
Habitação	6 100	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.43	0.010	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.32	0.009	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.25	0.009	-	-
Quintil de Rendimento	6 100	3.00	0.027	1	5
Idade média no agregado	6 100	53.89	0.331	24	85
A pessoa de referência é mulher	6 100	0.42	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 100	0.19	0.007	-	1
Educação (pessoa de referência)	6 100	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.48	0.010		
Ensino Básico		0.17	0.007		
Ensino Secundário		0.15	0.007		
Ensino Superior		0.19	0.007		
Agregado com algum reformado	6 100	0.39	0.010	-	1
Agregado com alguma criança	6 100	0.37	0.010	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	6 100	0.07	0.006	-	1
% membros desempregados no agregado	6 100	0.08	0.004	-	1
Perfil de Investimento	6 074	-	-	1	3
Risco baixo		0.93	0.005		
Risco médio		0.06	0.005		
Risco elevado		0.01	0.002		
Objetivo de poupança reforma	5 672	-	-	1	4
Sem objetivos de poupança		0.75	0.009		
Poupar para a reforma não é um dos objetivos		0.12	0.007		
Poupar para a reforma é um dos objetivos		0.06	0.005		
Poupar para a reforma é o único objetivo		0.07	0.005		

Tabela 16 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2014 (Segunda edição do HCFS)

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 076	0.08	0.005	-	1
Partic. no mercado de ações	6 076	0.06	0.004	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 076	0.01	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 076	0.03	0.003	-	1
Quintil de Riqueza	6 100	3.00	0.027	1	5
Habitação	6 100	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.42	0.009	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.33	0.009	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.25	0.009	-	-
Quintil de Rendimento	6 100	3.00	0.027	1	5
Idade média no agregado	6 100	52.76	0.310	24	85
A pessoa de referência é mulher	6 100	0.41	0.009	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 100	0.16	0.006	-	1
Educação (pessoa de referência)	6 100	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.53	0.010		
Ensino Básico		0.16	0.007		
Ensino Secundário		0.14	0.006		
Ensino Superior		0.17	0.007		
Agregado com algum reformado	6 100	0.40	0.009	-	1
Agregado com alguma criança	6 100	0.39	0.009	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	6 100	0.07	0.005	-	1
% membros desempregados no agregado	6 100	0.13	0.005	-	1
Perfil de Investimento	6 074	-	-	1	3
Risco baixo		0.93	0.005		
Risco médio		0.06	0.005		
Risco elevado		0.01	0.002		
Objetivo de poupança reforma	5 672	-	-	1	4
Sem objetivos de poupança		0.68	0.009		
Poupar para a reforma não é um dos objetivos		0.15	0.007		
Poupar para a reforma é um dos objetivos		0.09	0.005		
Poupar para a reforma é o único objetivo		0.08	0.005		

Tabela 17 - Estatísticas Descritivas para Portugal 2010 (Primeira edição do HCFS)

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 076	0.08	0.006	-	1
Partic. no mercado de ações	6 076	0.06	0.005	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 076	0.00	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 076	0.03	0.004	-	1
Quintil de Riqueza	6 100	3.00	0.029	1	5
Habitação	6 100	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.42	0.010	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.34	0.011	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.24	0.008	-	-
Quintil de Rendimento	6 100	3.00	0.029	1	5
Idade média no agregado	6 100	51.35	0.329	24	85
A pessoa de referência é mulher	6 100	0.35	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 100	0.13	0.006	-	1
Educação (pessoa de referência)	6 100	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.57	0.010		
Ensino Básico		0.15	0.008		
Ensino Secundário		0.14	0.007		
Ensino Superior		0.13	0.007		
Agregado com algum reformado	6 100	0.41	0.010	-	1
Agregado com alguma criança	6 100	0.40	0.011	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	6 100	0.06	0.005	-	1
% membros desempregados no agregado	6 100	0.09	0.004	-	1
Perfil de Investimento	6 074	-	-	1	3
Risco baixo		0.91	0.006		
Risco médio		0.07	0.005		
Risco elevado		0.02	0.003		
Objetivo de poupança reforma	5 672	-	-	1	4
Sem objetivos de poupança		0.81	0.009		
Poupar para a reforma não é um dos objetivos		0.11	0.007		
Poupar para a reforma é um dos objetivos		0.04	0.004		
Poupar para a reforma é o único objetivo		0.03	0.004		

D. Estatísticas Descritivas por país

Tabela 18 - Estatísticas Descritivas para AT

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	2 276	0.18	0.010	-	1
Partic. no mercado de ações	2 276	0.06	0.006	-	1
Partic. no mercado de obrigações	2 276	0.03	0.004	-	1
Partic. no mercado de fundos	2 276	0.12	0.008	-	1
Quintil de Riqueza	2 278	3.01	0.034	1	5
Habitação	2 278	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.35	0.012		
Casa própria com crédito habitação	-	0.13	0.008		
Casa arrendada ou cedida	-	0.52	0.012		
Quintil de Rendimento	2 278	3.01	0.034	1	5
Idade média	2 278	55.53	0.374	19	85
A pessoa de referência é mulher	2 278	0.34	0.011	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 278	0.21	0.009	-	1
Educação da pessoa de referência	2 278	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.00	0.001		
Ensino Básico		0.13	0.008		
Ensino Secundário		0.62	0.012		
Ensino Superior		0.24	0.011		
Pelo menos um reformado no agregado	2 278	0.48	0.012	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 278	0.23	0.011	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 278	0.03	0.004	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 278	0.62	0.012	-	1
% membros desempregados no agregado	2 278	0.04	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 278	-	-	-	-
Perfil de Investimento	2 270	-	-	1	3
Risco baixo		0.63	0.012		
Risco médio		0.29	0.011		
Risco elevado		0.09	0.007		

Tabela 19 - Estatísticas Descritivas para BE

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	2 112	0.30	0.013	-	1
Partic. no mercado de ações	2 112	0.11	0.009	-	1
Partic. no mercado de obrigações	2 112	0.02	0.003	-	1
Partic. no mercado de fundos	2 112	0.23	0.012	-	1
Quintil de Riqueza	2 123	3.00	0.041	1	5
Habitação	2 123	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.40	0.015	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.33	0.014	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.28	0.013	-	-
Quintil de Rendimento	2 123	3.00	0.042	1	5
Idade média	2 123	53.50	0.540	21	85
A pessoa de referência é mulher	2 123	0.42	0.015	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 123	0.47	0.014	-	1
Educação da pessoa de referência	2 123	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.06	0.007		
Ensino Básico		0.14	0.012		
Ensino Secundário		0.33	0.014		
Ensino Superior		0.48	0.015		
Pelo menos um reformado no agregado	2 123	0.37	0.014	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 123	0.31	0.013	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 123	0.05	0.006	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 089	0.59	0.015	-	1
% membros desempregados no agregado	2 123	0.05	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 123	0.41	0.015	-	1
Perfil de Investimento	2 076	-	-	1	3
Risco baixo		0.67	0.014		
Risco médio		0.25	0.013		
Risco elevado		0.08	0.009		

Tabela 20 - Estatísticas Descritivas para CY

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 318	0.07	0.010	-	1
Partic. no mercado de ações	1 318	0.06	0.009	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 318	0.01	0.003	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 318	0.00	0.002	-	1
Quartil de Riqueza	1 331	3.01	0.055	1	5
Habitação	1 331	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.44	0.020	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.28	0.019	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.29	0.019	-	-
Quartil de Rendimento	1 331	3.00	0.055	1	5
Idade média	1 331	49.79	0.630	23	85
A pessoa de referência é mulher	1 331	0.37	0.020	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	1 331	0.32	0.017	-	1
Educação da pessoa de referência	1 331	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.15	0.013		
Ensino Básico		0.06	0.010		
Ensino Secundário		0.46	0.020		
Ensino Superior		0.33	0.020		
Pelo menos um reformado no agregado	1 331	0.29	0.016	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	1 331	0.45	0.020	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	1 331	0.06	0.010	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	1 331	0.24	0.017	-	1
% membros desempregados no agregado	1 331	0.08	0.010	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	1 331	0.20	0.017	-	1
Perfil de Investimento	1 330	-	-	1	3
Risco baixo	-	0.75	0.019	-	-
Risco médio	-	0.16	0.015	-	-
Risco elevado		0.09	0.014		

Tabela 21 - Estatísticas Descritivas para DE

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	4 061	0.28	0.011	-	1
Partic. no mercado de ações	4 061	0.16	0.008	-	1
Partic. no mercado de obrigações	4 061	0.03	0.004	-	1
Partic. no mercado de fundos	4 061	0.21	0.010	-	1
Quintil de Riqueza	4 066	3.03	0.037	1	5
Habitação	4 066	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.29	0.011	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.16	0.009	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.55	0.013	-	-
Quintil de Rendimento	4 066	3.04	0.036	1	5
Idade média	4 066	53.41	0.477	19	85
A pessoa de referência é mulher	4 066	0.37	0.013	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	4 066	0.33	0.011	-	1
Educação da pessoa de referência	4 066	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.01	0.004		
Ensino Básico		0.08	0.009		
Ensino Secundário		0.55	0.013		
Ensino Superior		0.36	0.012		
Pelo menos um reformado no agregado	4 066	0.34	0.012	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	4 066	0.23	0.011	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	4 066	0.06	0.007	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	4 066	0.67	0.013	-	1
% membros desempregados no agregado	4 066	0.03	0.004	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	4 066	0.61	0.013	-	1
Perfil de Investimento	4 060	-	-	1	3
Risco baixo		0.59	0.013		
Risco médio		0.36	0.012		
Risco elevado		0.05	0.006		

Tabela 22 - Estatísticas Descritivas para EE

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	2 228	0.13	0.008	-	1
Partic. no mercado de ações	2 228	0.09	0.007	-	1
Partic. no mercado de obrigações	2 228	0.02	0.003	-	1
Partic. no mercado de fundos	2 228	0.08	0.007	-	1
Quintil de Riqueza	2 232	3.01	0.037	1	5
Habitação	2 232	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.56	0.013	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.23	0.010	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.21	0.011	-	-
Quintil de Rendimento	2 232	3.01	0.037	1	5
Idade média	2 232	52.47	0.459	18	85
A pessoa de referência é mulher	2 232	0.51	0.013	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 232	0.40	0.012	-	1
Educação da pessoa de referência	2 232	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.01	0.003		
Ensino Básico		0.11	0.008		
Ensino Secundário		0.46	0.013		
Ensino Superior		0.42	0.013		
Pelo menos um reformado no agregado	2 232	0.34	0.013	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 232	0.27	0.011	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 232	0.07	0.007	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 227	0.36	0.012	-	1
% membros desempregados no agregado	2 232	0.05	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 232	0.67	0.013	-	1
Perfil de Investimento	2 028	-	-	1	3
Risco baixo		0.65	0.013		
Risco médio		0.26	0.012		
Risco elevado		0.09	0.008		

Tabela 23 - Estatísticas Descritivas para ES

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 304	0.18	0.007	-	1
Partic. no mercado de ações	6 304	0.12	0.006	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 304	0.00	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 304	0.09	0.005	-	1
Quartil de Riqueza	6 311	3.00	0.028	1	5
Habitação	6 311	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.45	0.010	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.28	0.009	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.26	0.009	-	-
Quartil de Rendimento	6 311	3.00	0.029	1	5
Idade média	6 311	53.65	0.315	20	85
A pessoa de referência é mulher	6 311	0.37	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 311	0.35	0.008	-	1
Educação da pessoa de referência	6 311	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.23	0.009		
Ensino Básico		0.20	0.008		
Ensino Secundário		0.20	0.008		
Ensino Superior		0.36	0.009		
Pelo menos um reformado no agregado	6 311	0.33	0.009	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	6 311	0.35	0.009	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	6 311	0.11	0.006	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	6 311	0.41	0.010	-	1
% membros desempregados no agregado	6 311	0.14	0.006	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	6 311	0.28	0.008	-	1
Perfil de Investimento	6 303	-	-	1	3
Risco baixo		0.82	0.007		
Risco médio		0.15	0.007		
Risco elevado		0.03	0.004		

Tabela 24 - Estatísticas Descritivas para FI

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	9 189	0.43	0.007	-	1
Partic. no mercado de ações	9 189	0.21	0.005	-	1
Partic. no mercado de obrigações	9 189	0.01	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	9 189	0.35	0.006	-	1
Quintil de Riqueza	9 189	3.07	0.020	1	5
Habitação	9 189	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.36	0.007	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.32	0.006	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.32	0.007	-	-
Quintil de Rendimento	9 189	3.08	0.020	1	5
Idade média	9 189	53.14	0.279	18	85
A pessoa de referência é mulher	9 189	0.44	0.007	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	9 189	0.34	0.006	-	1
Educação da pessoa de referência	9 189	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.02	0.002		
Ensino Básico		0.21	0.006		
Ensino Secundário		0.42	0.007		
Ensino Superior		0.35	0.006		
Pelo menos um reformado no agregado	9 189	0.36	0.007	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	9 189	0.23	0.005	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	9 189	0.06	0.004	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	-	-	-	.	.
% membros desempregados no agregado	9 189	0.07	0.004	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	9 189	0.28	0.006	-	1
Perfil de Investimento	9 094	-	-	1	3
Risco baixo		0.64	0.007		
Risco médio		0.31	0.006		
Risco elevado		0.05	0.003		

Tabela 25 - Estatísticas Descritivas para FR

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	10 198	0.18	0.005	-	1
Partic. no mercado de ações	10 198	0.12	0.004	-	1
Partic. no mercado de obrigações	10 198	0.01	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	10 198	0.09	0.004	-	1
Quintil de Riqueza	10 198	3.02	0.021	1	5
Habitação	10 198	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.36	0.007	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.22	0.006	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.42	0.008	-	-
Quintil de Rendimento	10 198	3.02	0.021	1	5
Idade média	10 198	53.47	0.286	19	85
A pessoa de referência é mulher	10 198	0.44	0.008	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	10 198	0.31	0.006	-	1
Educação da pessoa de referência	10 198	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.22	0.007		
Ensino Básico		0.06	0.004		
Ensino Secundário		0.40	0.007		
Ensino Superior		0.33	0.007		
Pelo menos um reformado no agregado	10 198	0.39	0.007	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	10 198	0.31	0.007	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	10 198	0.09	0.005	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	10 145	0.39	0.007	-	1
% membros desempregados no agregado	10 198	0.07	0.003	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	10 198	0.42	0.007	-	1
Perfil de Investimento	10 120	-	-	1	3
Risco baixo		0.83	0.005		
Risco médio		0.15	0.005		
Risco elevado		0.03	0.002		

Tabela 26 - Estatísticas Descritivas para GR

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	3 331	0.02	0.003	-	1
Partic. no mercado de ações	3 331	0.01	0.002	-	1
Partic. no mercado de obrigações	3 331	0.00	0.002	-	1
Partic. no mercado de fundos	3 331	0.01	0.002	-	1
Quintil de Riqueza	3 341	3.02	0.028	1	5
Habitação	3 341	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.64	0.009	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.08	0.006	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.27	0.008	-	-
Quintil de Rendimento	3 341	3.01	0.030	1	5
Idade média	3 341	51.95	0.276	19	85
A pessoa de referência é mulher	3 341	0.32	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	3 341	0.29	0.008	-	1
Educação da pessoa de referência	3 341	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.16	0.008		
Ensino Básico		0.10	0.006		
Ensino Secundário		0.44	0.010		
Ensino Superior		0.30	0.010		
Pelo menos um reformado no agregado	3 341	0.35	0.010	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	3 341	0.36	0.010	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	3 341	0.05	0.005	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	3 341	0.21	0.008	-	1
% membros desempregados no agregado	3 341	0.09	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	3 341	0.02	0.003	-	1
Perfil de Investimento	3 340	-	-	1	3
Risco baixo		0.67	0.010		
Risco médio		0.24	0.009		
Risco elevado		0.09	0.006		

Tabela 27 - Estatísticas Descritivas para IT

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	6 215	0.04	0.007	-	1
Partic. no mercado de ações	6 215	0.04	0.007	-	1
Partic. no mercado de obrigações	6 215	0.00	0.002	-	1
Partic. no mercado de fundos	6 215	0.01	0.002	-	1
Quintil de Riqueza	6 237	3.00	0.055	1	5
Habitação	6 237	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.73	0.017	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.06	0.009	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.21	0.016	-	-
Quintil de Rendimento	6 237	3.00	0.053	1	5
Idade média	6 237	54.17	0.590	21	85
A pessoa de referência é mulher	6 237	0.42	0.019	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	6 237	0.22	0.014	-	1
Educação da pessoa de referência	6 237	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.09	0.011		
Ensino Básico		0.12	0.012		
Ensino Secundário		0.57	0.019		
Ensino Superior		0.22	0.016		
Pelo menos um reformado no agregado	6 237	0.54	0.019	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	6 237	0.32	0.018	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	5 901	0.09	0.012	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	6 237	0.21	0.015	-	1
% membros desempregados no agregado	6 237	0.10	0.008	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	6 237	0.04	0.008	-	1
Perfil de Investimento	6 237	-	-	1	3
Risco baixo		0.68	0.018		
Risco médio		0.29	0.018		
Risco elevado		0.03	0.006		

Tabela 28 - Estatísticas Descritivas para HR

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 332	0.22	0.008	-	1
Partic. no mercado de ações	1 332	0.07	0.004	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 332	0.11	0.006	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 332	0.10	0.005	-	1
Quintil de Riqueza	1 350	3.00	0.028	1	5
Habitação	1 350	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.65	0.010	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.12	0.006	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.23	0.008	-	-
Quintil de Rendimento	1 350	3.00	0.028	1	5
Idade média	1 350	56.53	0.329	21	85
A pessoa de referência é mulher	1 350	0.36	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	1 350	0.17	0.006	-	1
Educação da pessoa de referência	1 350	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.20	0.009		
Ensino Básico		0.30	0.010		
Ensino Secundário		0.33	0.009		
Ensino Superior		0.17	0.006		
Pelo menos um reformado no agregado	1 350	0.36	0.010	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	1 350	0.29	0.009	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	1 350	0.05	0.005	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	1 350	0.41	0.010	-	1
% membros desempregados no agregado	1 350	0.08	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	1 350	0.18	0.007	-	1
Perfil de Investimento	1 347	-	-	1	3
Risco baixo		0.54	0.010		
Risco médio		0.31	0.009		
Risco elevado		0.15	0.007		

Tabela 29 - Estatísticas Descritivas para LT

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 664	0.04	0.008	-	1
Partic. no mercado de ações	1 664	0.01	0.003	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 664	0.01	0.004	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 664	0.03	0.006	-	1
Quartil de Riqueza	1 664	3.00	0.058	1	5
Habitação	1 664	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.85	0.013	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.09	0.010	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.06	0.008	-	-
Quartil de Rendimento	1 664	3.01	0.055	1	5
Idade média	1 664	55.18	0.652	20	85
A pessoa de referência é mulher	1 664	0.50	0.020	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	1 664	0.74	0.017	-	1
Educação da pessoa de referência	1 664	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.01	0.004		
Ensino Básico		0.03	0.006		
Ensino Secundário		0.22	0.018		
Ensino Superior		0.75	0.019		
Pelo menos um reformado no agregado	1 664	0.37	0.019	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	1 664	0.27	0.017	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	1 664	0.12	0.014	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	1 596	0.39	0.020	-	1
% membros desempregados no agregado	1 664	0.05	0.009	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	1 664	0.14	0.014	-	1
Perfil de Investimento	1 572	-	-	1	3
Risco baixo		0.78	0.016		
Risco médio		0.13	0.013		
Risco elevado		0.09	0.010		

Tabela 30 - Estatísticas Descritivas para LU

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 999	0.34	0.015	-	1
Partic. no mercado de ações	1 999	0.18	0.012	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 999	0.02	0.004	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 999	0.25	0.013	-	1
Quintil de Riqueza	2 002	3.02	0.046	1	5
Habitação	2 002	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.39	0.016	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.27	0.014	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.34	0.016	-	-
Quintil de Rendimento	2 002	3.01	0.046	1	5
Idade média	2 002	49.22	0.473	21	85
A pessoa de referência é mulher	2 002	0.34	0.016	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 002	0.49	0.015	-	1
Educação da pessoa de referência	2 002	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.14	0.013		
Ensino Básico		0.06	0.008		
Ensino Secundário		0.30	0.015		
Ensino Superior		0.51	0.016		
Pelo menos um reformado no agregado	2 002	0.31	0.015	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 002	0.35	0.015	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 002	0.14	0.012	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 002	0.52	0.016	-	1
% membros desempregados no agregado	2 002	0.07	0.007	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 002	0.61	0.016	-	1
Perfil de Investimento	1 993	-	-	1	3
Risco baixo		0.53	0.017		
Risco médio		0.33	0.015		
Risco elevado		0.13	0.011		

Tabela 31 - Estatísticas Descritivas para LV

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 215	0.03	0.009	-	1
Partic. no mercado de ações	1 215	0.02	0.009	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 215	0.01	0.008	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 215	0.01	0.002	-	1
Quintil de Riqueza	1 219	2.98	0.082	1	5
Habitação	1 219	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.68	0.026	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.10	0.012	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.22	0.025	-	-
Quintil de Rendimento	1 219	2.99	0.069	1	5
Idade média	1 219	53.85	0.997	21	85
A pessoa de referência é mulher	1 219	0.50	0.027	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	1 219	0.33	0.022	-	1
Educação da pessoa de referência	1 219	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.01	0.005		
Ensino Básico		0.15	0.025		
Ensino Secundário		0.49	0.027		
Ensino Superior		0.35	0.025		
Pelo menos um reformado no agregado	1 219	0.39	0.026	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	1 219	0.30	0.024	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	1 219	0.11	0.019	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	1 193	0.32	0.025	-	1
% membros desempregados no agregado	1 219	0.07	0.011	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	1 219	0.49	0.027	-	1
Perfil de Investimento	1 218	-	-	1	3
Risco baixo		0.86	0.022		
Risco médio		0.12	0.022		
Risco elevado		0.02	0.004		

Tabela 32 - Estatísticas Descritivas para NL

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	2 601	0.19	0.008	-	1
Partic. no mercado de ações	2 601	0.06	0.005	-	1
Partic. no mercado de obrigações	2 601	0.00	0.001	-	1
Partic. no mercado de fundos	2 601	0.16	0.008	-	1
Quintil de Riqueza	2 601	3.04	0.030	1	5
Habitação	2 601	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.11	0.006	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.47	0.010	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.42	0.011	-	-
Quintil de Rendimento	2 601	3.06	0.029	1	5
Idade média	2 601	52.65	0.342	22	85
A pessoa de referência é mulher	2 601	0.40	0.010	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 601	0.39	0.009	-	1
Educação da pessoa de referência	2 601	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.06	0.005		
Ensino Básico		0.19	0.008		
Ensino Secundário		0.34	0.010		
Ensino Superior		0.41	0.010		
Pelo menos um reformado no agregado	2 601	0.30	0.009	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 601	0.26	0.010	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 601	0.03	0.004	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 460	0.56	0.011	-	1
% membros desempregados no agregado	2 601	0.03	0.004	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 601	0.17	0.007	-	1
Perfil de Investimento	2 508	-	-	1	3
Risco baixo		0.68	0.010		
Risco médio		0.27	0.010		
Risco elevado		0.05	0.005		

Tabela 33 - Estatísticas Descritivas para SI

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	1 937	0.13	0.009	-	1
Partic. no mercado de ações	1 937	0.05	0.006	-	1
Partic. no mercado de obrigações	1 937	0.00	0.002	-	1
Partic. no mercado de fundos	1 937	0.09	0.008	-	1
Quintil de Riqueza	1 948	3.00	0.038	1	5
Habitação	1 948	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.68	0.013	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.09	0.008	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.22	0.012	-	-
Quintil de Rendimento	1 948	3.00	0.038	1	5
Idade média	1 948	55.15	0.412	21	85
A pessoa de referência é mulher	1 948	0.44	0.013	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	1 948	0.27	0.011	-	1
Educação da pessoa de referência	1 948	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.02	0.005		
Ensino Básico		0.13	0.009		
Ensino Secundário		0.55	0.013		
Ensino Superior		0.29	0.012		
Pelo menos um reformado no agregado	1 948	0.46	0.013	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	1 948	0.30	0.012	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	1 948	0.05	0.006	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	1 948	0.37	0.013	-	1
% membros desempregados no agregado	1 948	0.06	0.006	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	1 948	0.29	0.012	-	1
Perfil de Investimento	1 947	-	-	1	3
Risco baixo		0.78	0.011		
Risco médio		0.21	0.011		
Risco elevado		0.02	0.004		

Tabela 34 - Estatísticas Descritivas para SK

Descrição	Obs	Média	Desvio Padrão	Min	Máx
Partic. no mercado de capitais	2 147	0.06	0.007	-	1
Partic. no mercado de ações	2 147	0.02	0.004	-	1
Partic. no mercado de obrigações	2 147	0.01	0.003	-	1
Partic. no mercado de fundos	2 147	0.04	0.006	-	1
Quintil de Riqueza	2 174	3.00	0.042	1	5
Habitação	2 174	-	-	1	3
Casa própria sem crédito habitação	-	0.65	0.015	-	-
Casa própria com crédito habitação	-	0.24	0.014	-	-
Casa arrendada ou cedida	-	0.10	0.009	-	-
Quintil de Rendimento	2 174	2.99	0.042	1	5
Idade média	2 174	51.27	0.378	21	85
A pessoa de referência é mulher	2 174	0.36	0.014	-	1
% membros com Ensino Superior no agregado	2 174	0.27	0.011	-	1
Educação da pessoa de referência	2 174	-	-	1	5
Ensino Primário ou menor		0.00	0.002		
Ensino Básico		0.08	0.007		
Ensino Secundário		0.64	0.014		
Ensino Superior		0.28	0.014		
Pelo menos um reformado no agregado	2 174	0.41	0.014	-	1
Pelo menos uma criança no agregado	2 174	0.40	0.015	-	1
Sentiu/Percepcionou restrições de crédito	2 174	0.05	0.007	-	1
Tem capacidade de poupar no final do mês	2 077	0.40	0.015	-	1
% membros desempregados no agregado	2 174	0.05	0.005	-	1
Agregado tem plano de pensões voluntário	2 174	0.47	0.015	-	1
Perfil de Investimento	2 170	-	-	1	3
Risco baixo		0.69	0.014		
Risco médio		0.25	0.013		
Risco elevado		0.06	0.008		

E. Participação no mercado de capitais, acionista, obrigacionista e de fundos

4.8.4. E.1 Regressão Base - Zona Euro

Tabela 35 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.020 ** (0.006)	-0.003 (0.005)	0.003 (0.003)	0.010 * (0.005)
Q3	0.053 *** (0.007)	0.008 (0.006)	0.007 * (0.003)	0.027 *** (0.006)
Q4	0.090 *** (0.007)	0.019 ** (0.006)	0.015 *** (0.003)	0.047 *** (0.006)
Q5	0.228 *** (0.008)	0.130 *** (0.007)	0.040 *** (0.004)	0.135 *** (0.007)
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.047 *** (0.004)	-0.039 *** (0.004)	-0.013 *** (0.002)	-0.032 *** (0.004)
Casa arrendada ou cedida	0.009 (0.005)	-0.006 (0.005)	0.001 (0.003)	0.004 (0.005)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	0.000 (0.005)	-0.002 (0.005)	0.004 (0.003)	-0.008 (0.005)
Q3	0.011 (0.006)	0.004 (0.005)	0.006 * (0.003)	-0.002 (0.005)
Q4	0.035 *** (0.006)	0.021 *** (0.005)	0.012 *** (0.003)	0.004 (0.005)
Q5	0.087 *** (0.006)	0.076 *** (0.005)	0.019 *** (0.003)	0.037 *** (0.005)
Idade				
35-49	-0.009 (0.006)	-0.006 (0.005)	-0.008 ** (0.003)	-0.003 (0.005)
50-64	0.016 * (0.006)	0.007 (0.005)	0.001 (0.003)	0.018 ** (0.005)
65 e superior	0.064 *** (0.008)	0.052 *** (0.007)	0.009 ** (0.004)	0.038 *** (0.007)
A pessoa de referência é mulher	-0.007 (0.009)	-0.005 (0.008)	-0.005 (0.004)	0.001 (0.008)
% Ensino Superior no agregado	0.059 *** (0.008)	0.043 *** (0.007)	0.008 * (0.004)	0.036 *** (0.007)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.009 (0.008)	0.015 * (0.007)	-0.005 (0.004)	0.000 (0.007)
Ensino Secundário	0.031 *** (0.007)	0.022 *** (0.006)	0.005 (0.003)	0.014 * (0.006)
Ensino Superior	0.059 *** (0.009)	0.044 *** (0.008)	0.009 * (0.005)	0.035 *** (0.008)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.015 (0.012)	0.009 (0.011)	0.009 (0.006)	0.006 (0.011)
Ensino Secundário	0.013 (0.010)	0.006 (0.009)	0.008 (0.005)	0.008 (0.009)
Ensino Superior	-0.029 ** (0.010)	-0.033 *** (0.009)	-0.004 (0.005)	-0.026 ** (0.009)
Agregado com algum reformado	0.019 *** (0.005)	0.016 *** (0.004)	0.007 ** (0.002)	0.011 ** (0.004)
Agregado com alguma criança	-0.020 *** (0.004)	-0.012 *** (0.003)	-0.001 (0.002)	-0.006 (0.003)
Restrições crédito (variável binária)	-0.040 *** (0.007)	-0.025 *** (0.006)	0.006 (0.003)	-0.030 *** (0.006)

(continua na página seguinte)

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.019 *** (0.003)	-0.003 (0.003)	0.015 *** (0.002)	0.014 *** (0.003)
% Desempregados no agregado	-0.003 (0.008)	0.008 (0.007)	0.003 (0.004)	-0.001 (0.007)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.096 *** (0.004)	0.066 *** (0.003)	0.007 *** (0.002)	0.071 *** (0.003)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.226 *** (0.004)	0.131 *** (0.003)	0.025 *** (0.002)	0.172 *** (0.003)
Risco elevado	0.251 *** (0.006)	0.215 *** (0.005)	0.030 *** (0.003)	0.173 *** (0.005)
Constante	-0.140 *** (0.011)	-0.072 *** (0.010)	-0.030 *** (0.005)	-0.091 *** (0.010)
País (valor de comparação PT)				
AT	0.040 *** (0.009)	-0.022 ** (0.008)	0.007 (0.004)	0.051 *** (0.008)
BE	0.150 *** (0.009)	0.017 * (0.008)	-0.001 (0.004)	0.135 *** (0.008)
CY	-0.043 *** (0.011)	-0.013 (0.009)	-0.007 (0.005)	-0.056 *** (0.009)
DE	0.113 *** (0.008)	0.069 *** (0.007)	0.012 ** (0.004)	0.110 *** (0.007)
EE	-0.055 *** (0.009)	-0.025 ** (0.008)	0.004 (0.005)	-0.039 *** (0.008)
ES	0.147 *** (0.006)	0.123 *** (0.006)	-0.009 ** (0.003)	0.077 *** (0.006)
FR	0.100 *** (0.006)	0.091 *** (0.005)	-0.011 *** (0.003)	0.042 *** (0.005)
GR	-0.082 *** (0.008)	-0.058 *** (0.007)	-0.007 (0.004)	-0.047 *** (0.007)
HR	-0.065 *** (0.011)	-0.038 *** (0.009)	-0.012 * (0.005)	-0.049 *** (0.010)
IT	0.062 *** (0.007)	-0.049 *** (0.006)	0.127 *** (0.003)	-0.003 (0.006)
LT	-0.113 *** (0.010)	-0.093 *** (0.009)	-0.016 ** (0.005)	-0.058 *** (0.009)
LU	0.150 *** (0.009)	0.069 *** (0.008)	-0.007 (0.005)	0.141 *** (0.008)
LV	-0.145 *** (0.011)	-0.100 *** (0.010)	-0.015 ** (0.005)	-0.087 *** (0.010)
NL	0.063 *** (0.009)	-0.023 ** (0.008)	-0.012 ** (0.004)	0.096 *** (0.008)
SI	-0.003 (0.009)	-0.031 *** (0.008)	-0.011 * (0.005)	0.020 * (0.008)
SK	-0.056 *** (0.009)	-0.058 *** (0.008)	-0.006 (0.005)	-0.026 ** (0.008)
Nr observações	55 813	55 813	55 813	55 813
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 36 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 1º Quintil de Riqueza

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	▼ -0.021 (0.026)	▼ -0.010 (0.017)	▼ -0.002 (0.009)	▼ -0.013 (0.020)
Casa arrendada ou cedida	▼ 0.017 * (0.008)	▼ 0.006 (0.005)	▼ 0.000 (0.003)	▼ 0.013 * (0.006)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	▼ 0.004 (0.005)	▼ 0.006 * (0.003)	▼ 0.002 (0.002)	▼ -0.004 (0.004)
Q3	▼ 0.015 ** (0.006)	▼ 0.010 ** (0.004)	▼ 0.001 (0.002)	▼ 0.004 (0.004)
Q4	▼ 0.013 (0.007)	▼ 0.011 * (0.005)	▼ 0.005 * (0.002)	▼ 0.000 (0.005)
Q5	▼ 0.028 ** (0.010)	▼ 0.015 * (0.007)	▼ 0.001 (0.004)	▼ 0.006 (0.008)
Idade				
35-49	-0.016 ** (0.005)	-0.014 *** (0.004)	-0.002 (0.002)	-0.008 (0.004)
50-64	-0.018 ** (0.006)	-0.018 *** (0.004)	-0.001 (0.002)	-0.009 * (0.005)
65 e superior	-0.010 (0.008)	-0.011 * (0.005)	-0.001 (0.003)	-0.011 (0.006)
A pessoa de referência é mulher	-0.004 (0.008)	-0.001 (0.006)	-0.004 (0.003)	0.001 (0.006)
% Ensino Superior no agregado	0.012 (0.014)	0.004 (0.009)	0.000 (0.005)	0.014 (0.011)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	-0.012 (0.008)	0.002 (0.006)	-0.003 (0.003)	-0.012 (0.006)
Ensino Secundário	-0.002 (0.007)	0.002 (0.005)	-0.005 (0.003)	0.000 (0.006)
Ensino Superior	0.004 (0.015)	0.009 (0.010)	-0.001 (0.005)	-0.008 (0.011)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.007 (0.012)	-0.002 (0.008)	0.006 (0.004)	0.006 (0.009)
Ensino Secundário	0.004 (0.010)	-0.002 (0.007)	0.006 (0.004)	-0.002 (0.008)
Ensino Superior	-0.001 (0.011)	-0.010 (0.008)	0.002 (0.004)	0.005 (0.009)
Agregado com algum reformado	0.004 (0.006)	0.002 (0.004)	0.001 (0.002)	0.005 (0.005)
Agregado com alguma criança	-0.012 * (0.005)	-0.009 ** (0.003)	-0.002 (0.002)	-0.002 (0.004)
Restrições crédito (variável binária)	-0.006 (0.006)	-0.003 (0.004)	0.000 (0.002)	-0.003 (0.004)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.014 *** (0.004)	0.008 ** (0.003)	-0.001 (0.001)	0.010 ** (0.003)
% Desempregados no agregado	-0.014 * (0.007)	-0.004 (0.004)	-0.002 (0.002)	-0.010 * (0.005)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.035 *** (0.006)	0.013 ** (0.004)	0.005 * (0.002)	0.027 *** (0.005)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.035 *** (0.005)	0.014 *** (0.004)	0.004 * (0.002)	0.025 *** (0.004)
Risco elevado	0.053 *** (0.009)	0.036 *** (0.006)	0.000 (0.003)	0.036 *** (0.006)
Constante	-0.002 (0.013)	0.005 (0.009)	0.002 (0.005)	-0.005 (0.010)
Efeitos Fixos por país	sim	sim	sim	sim
Nr observações	7 915	7 915	7 915	7 915
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 37 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 2º Quintil de Riqueza

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.004 (0.010)	-0.018 * (0.007)	0.007 * (0.004)	0.000 (0.008)
Casa arrendada ou cedida	0.053 *** (0.009)	0.020 ** (0.006)	0.014 *** (0.003)	0.038 *** (0.007)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	0.007 (0.008)	-0.001 (0.006)	0.004 (0.003)	0.004 (0.006)
Q3	0.018 * (0.009)	0.013 * (0.006)	0.006 (0.003)	0.002 (0.007)
Q4	0.025 * (0.010)	0.025 *** (0.007)	0.007 (0.003)	0.004 (0.008)
Q5	0.019 (0.012)	0.018 * (0.009)	0.010 * (0.004)	0.005 (0.009)
Idade				
35-49	-0.022 * (0.010)	-0.018 ** (0.007)	-0.003 (0.003)	-0.011 (0.008)
50-64	-0.029 ** (0.010)	-0.020 ** (0.007)	-0.002 (0.004)	-0.012 (0.008)
65 e superior	-0.027 * (0.013)	-0.018 * (0.009)	-0.001 (0.004)	-0.011 (0.010)
A pessoa de referência é mulher	0.004 (0.012)	0.004 (0.009)	-0.002 (0.004)	0.000 (0.010)
% Ensino Superior no agregado	0.059 ** (0.018)	0.040 ** (0.013)	0.007 (0.007)	0.020 (0.014)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.007 (0.013)	0.007 (0.009)	0.001 (0.005)	-0.004 (0.010)
Ensino Secundário	0.001 (0.011)	0.007 (0.008)	-0.004 (0.004)	-0.009 (0.009)
Ensino Superior	0.014 (0.019)	0.017 (0.014)	-0.005 (0.007)	0.007 (0.015)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	-0.009 (0.019)	-0.002 (0.014)	0.001 (0.007)	-0.010 (0.015)
Ensino Secundário	0.005 (0.015)	0.002 (0.011)	0.008 (0.005)	0.002 (0.012)
Ensino Superior	-0.052 ** (0.016)	-0.049 *** (0.012)	-0.001 (0.006)	-0.020 (0.013)
Agregado com algum reformado	0.014 ✔ (0.009)	0.006 ✔ (0.006)	0.005 ✔ (0.003)	0.003 ✔ (0.007)
Agregado com alguma criança	-0.043 *** ✔ (0.008)	-0.021 *** ✔ (0.006)	-0.003 ✔ (0.003)	-0.026 *** ✔ (0.006)
Restrições crédito (variável binária)	-0.027 * ✔ (0.011)	-0.009 ✔ (0.008)	-0.005 ✔ (0.004)	-0.017 * ✔ (0.009)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.003 ✔ (0.006)	0.002 ✔ (0.004)	0.005 * ✔ (0.002)	-0.001 ✔ (0.005)
% Desempregados no agregado	0.006 ✔ (0.014)	0.006 ✔ (0.010)	0.001 ✔ (0.005)	0.008 ✔ (0.011)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.043 *** ✔ (0.007)	0.015 ** ✔ (0.005)	0.002 ✔ (0.003)	0.035 *** ✔ (0.006)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.119 *** ✔ (0.008)	0.037 *** ✔ (0.006)	0.007 * ✔ (0.003)	0.097 *** ✔ (0.006)
Risco elevado	0.155 *** ✔ (0.013)	0.111 *** ✔ (0.009)	0.001 ✔ (0.005)	0.086 *** ✔ (0.010)
Constante	0.008 ✔ (0.016)	0.015 ✔ (0.011)	-0.009 ✔ (0.006)	0.004 ✔ (0.012)
Efeitos Fixos por país	sim	sim	sim	sim
Nr observações	8 768	8 768	8 768	8 768
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 38 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 3º Quintil de Riqueza

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	▼ -0.007 (0.009)	▼ -0.009 (0.007)	▼ -0.002 (0.003)	▼ -0.002 (0.007)
Casa arrendada ou cedida	▼ 0.098 *** (0.011)	▼ 0.064 *** (0.008)	▼ 0.013 ** (0.004)	▼ 0.053 *** (0.009)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	▼ 0.003 (0.011)	▼ 0.005 (0.008)	▼ 0.006 (0.004)	▼ -0.005 (0.008)
Q3	▼ 0.020 (0.011)	▼ 0.010 (0.008)	▼ 0.009 * (0.004)	▼ 0.012 (0.009)
Q4	▼ 0.045 *** (0.011)	▼ 0.025 ** (0.008)	▼ 0.017 *** (0.004)	▼ 0.005 (0.009)
Q5	▼ 0.035 ** (0.013)	▼ 0.031 ** (0.010)	▼ 0.019 *** (0.005)	▼ 0.007 (0.010)
Idade				
35-49	(0.013) -0.029 * (0.013)	(0.010) -0.023 * (0.010)	(0.005) -0.011 * (0.005)	(0.010) -0.030 ** (0.010)
50-64	(0.013) -0.010 (0.013)	(0.010) -0.025 * (0.010)	(0.005) -0.006 (0.005)	(0.011) -0.010 (0.011)
65 e superior	(0.016) 0.019 (0.016)	(0.012) -0.008 (0.012)	(0.006) 0.008 (0.006)	(0.013) -0.006 (0.013)
A pessoa de referência é mulher	(0.017) -0.018 (0.017)	(0.013) -0.010 (0.013)	(0.006) -0.004 (0.006)	(0.013) -0.004 (0.013)
% Ensino Superior no agregado	(0.018) 0.079 *** (0.018)	(0.014) 0.038 ** (0.014)	(0.007) 0.001 (0.007)	(0.014) 0.042 ** (0.014)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	(0.015) -0.005 (0.015)	(0.011) -0.015 (0.011)	(0.006) 0.000 (0.006)	(0.012) -0.002 (0.012)
Ensino Secundário	(0.013) 0.005 (0.013)	(0.010) -0.007 (0.010)	(0.005) 0.006 (0.005)	(0.010) 0.002 (0.010)
Ensino Superior	(0.020) 0.003 (0.020)	(0.015) -0.004 (0.015)	(0.008) 0.004 (0.008)	(0.016) 0.003 (0.016)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	(0.024) 0.036 (0.024)	(0.018) 0.037 * (0.018)	(0.009) 0.009 (0.009)	(0.019) 0.005 (0.019)
Ensino Secundário	(0.019) 0.032 (0.019)	(0.015) 0.011 (0.015)	(0.007) 0.005 (0.007)	(0.015) 0.017 (0.015)
Ensino Superior	(0.020) -0.008 (0.020)	(0.015) -0.013 (0.015)	(0.008) 0.008 (0.008)	(0.016) -0.005 (0.016)
Agregado com algum reformado	(0.010) 0.004 (0.010)	(0.007) 0.001 (0.007)	(0.004) 0.003 (0.004)	(0.008) 0.004 (0.008)
Agregado com alguma criança	(0.008) -0.021 * (0.008)	(0.006) -0.006 (0.006)	(0.003) 0.001 (0.003)	(0.007) -0.011 (0.007)
Restrições crédito (variável binária)	(0.014) -0.033 * (0.014)	(0.010) -0.008 (0.010)	(0.005) 0.012 * (0.005)	(0.011) -0.026 * (0.011)
Capacidade de Poupança (variável binária)	(0.007) 0.025 *** (0.007)	(0.005) 0.008 (0.005)	(0.003) 0.007 ** (0.003)	(0.005) 0.015 ** (0.005)
% Desempregados no agregado	(0.019) -0.008 (0.019)	(0.014) 0.008 (0.014)	(0.007) -0.005 (0.007)	(0.015) -0.020 (0.015)
Agregado tem plano de pensões voluntário	(0.008) 0.060 *** (0.008)	(0.006) 0.033 *** (0.006)	(0.003) -0.001 (0.003)	(0.006) 0.039 *** (0.006)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	(0.008) 0.179 *** (0.008)	(0.006) 0.068 *** (0.006)	(0.003) 0.009 ** (0.003)	(0.007) 0.132 *** (0.007)
Risco elevado	(0.015) 0.184 *** (0.015)	(0.011) 0.142 *** (0.011)	(0.006) 0.007 (0.006)	(0.011) 0.113 *** (0.011)
Constante	(0.020) -0.025 (0.020)	(0.015) 0.011 (0.015)	(0.008) -0.014 (0.008)	(0.016) -0.003 (0.016)
Efeitos Fixos por país	sim	sim	sim	sim
Nr observações	9 962	9 962	9 962	9 962
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 39 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 4º Quintil de Riqueza

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.025 ** (0.009)	-0.003 (0.007)	-0.009 * (0.004)	-0.018 * (0.007)
Casa arrendada ou cedida	0.100 *** (0.016)	0.072 *** (0.012)	0.009 (0.007)	0.085 *** (0.013)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	0.009 (0.015)	0.001 (0.012)	0.008 (0.007)	0.000 (0.013)
Q3	0.013 (0.015)	0.003 (0.012)	0.015 * (0.006)	0.001 (0.012)
Q4	0.040 ** (0.015)	0.019 (0.012)	0.018 ** (0.006)	0.017 (0.012)
Q5	0.046 ** (0.015)	0.038 ** (0.012)	0.012 (0.007)	0.015 (0.012)
Idade				
35-49	0.017 (0.016)	0.003 (0.012)	-0.002 (0.007)	0.011 (0.013)
50-64	0.025 (0.016)	-0.001 (0.013)	0.001 (0.007)	0.016 (0.013)
65 e superior	0.062 ** (0.019)	0.027 (0.015)	0.004 (0.008)	0.034 * (0.016)
A pessoa de referência é mulher	-0.024 (0.024)	-0.011 (0.019)	-0.004 (0.010)	-0.020 (0.019)
% Ensino Superior no agregado	0.050 ** (0.018)	0.024 (0.014)	0.021 ** (0.008)	0.025 (0.014)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.016 (0.019)	0.017 (0.015)	-0.009 (0.008)	0.001 (0.015)
Ensino Secundário	0.039 * (0.016)	0.029 * (0.013)	-0.002 (0.007)	0.021 (0.013)
Ensino Superior	0.055 ** (0.021)	0.045 ** (0.017)	-0.010 (0.009)	0.025 (0.017)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.010 (0.033)	0.000 (0.026)	-0.003 (0.014)	0.030 (0.027)
Ensino Secundário	0.020 (0.026)	0.008 (0.021)	-0.003 (0.011)	0.029 (0.022)
Ensino Superior	0.009 (0.026)	-0.002 (0.020)	-0.002 (0.011)	0.014 (0.021)
Agregado com algum reformado	0.023 * (0.011)	0.016 (0.009)	0.012 * (0.005)	0.005 (0.009)
Agregado com alguma criança	-0.025 ** (0.009)	-0.021 ** (0.007)	-0.008 * (0.004)	-0.011 (0.007)
Restrições crédito (variável binária)	-0.042 * (0.018)	-0.016 (0.014)	0.017 * (0.008)	-0.051 *** (0.015)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.028 *** (0.007)	0.006 (0.006)	0.009 ** (0.003)	0.021 *** (0.006)
% Desempregados no agregado	-0.020 (0.024)	-0.011 (0.019)	-0.004 (0.010)	0.000 (0.020)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.078 *** (0.008)	0.039 *** (0.006)	0.008 * (0.003)	0.053 *** (0.007)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.246 *** (0.009)	0.130 *** (0.007)	0.023 *** (0.004)	0.172 *** (0.007)
Risco elevado	0.251 *** (0.016)	0.195 *** (0.012)	0.030 *** (0.007)	0.155 *** (0.013)
Constante	-0.063 * (0.026)	-0.028 (0.020)	-0.014 (0.011)	-0.040 (0.021)
Efeitos Fixos por país	sim	sim	sim	sim
Nr observações	11 608	11 608	11 608	11 608
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 40 - Regressão Base para todos os países da amostra, exceto FI: 5º Quintil de Riqueza

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	▼ -0.071 *** (0.008)	▼ -0.060 *** (0.008)	▼ -0.018 *** (0.005)	▼ -0.060 *** (0.008)
Casa arrendada ou cedida	▼ 0.001 (0.016)	▼ 0.004 (0.016)	▼ -0.008 (0.009)	▼ 0.014 (0.016)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	▼ 0.001 (0.021)	▼ -0.012 (0.020)	▼ -0.001 (0.012)	▼ -0.023 (0.020)
Q3	▼ 0.006 (0.019)	▼ -0.006 (0.019)	▼ -0.001 (0.011)	▼ -0.010 (0.019)
Q4	▼ 0.033 (0.018)	▼ 0.014 (0.018)	▼ 0.006 (0.010)	▼ -0.006 (0.018)
Q5	▼ 0.096 *** (0.018)	▼ 0.076 *** (0.017)	▼ 0.014 (0.010)	▼ 0.035 * (0.017)
Idade				
35-49	0.020 (0.020)	0.030 (0.019)	0.004 (0.011)	0.005 (0.019)
50-64	0.056 ** (0.020)	0.052 ** (0.019)	0.020 (0.011)	0.035 (0.019)
65 e superior	0.124 *** (0.022)	0.118 *** (0.021)	0.041 *** (0.012)	0.058 ** (0.021)
A pessoa de referência é mulher	-0.011 (0.030)	-0.014 (0.030)	0.000 (0.017)	-0.010 (0.029)
% Ensino Superior no agregado	0.063 *** (0.015)	0.065 *** (0.015)	0.003 (0.009)	0.049 *** (0.015)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.032 (0.023)	0.032 (0.022)	0.005 (0.013)	0.027 (0.022)
Ensino Secundário	0.068 *** (0.019)	0.050 ** (0.019)	0.009 (0.011)	0.058 ** (0.019)
Ensino Superior	0.101 *** (0.022)	0.067 ** (0.021)	0.021 (0.012)	0.083 *** (0.021)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.004 (0.042)	-0.005 (0.040)	-0.004 (0.023)	0.016 (0.040)
Ensino Secundário	0.007 (0.033)	0.006 (0.032)	0.011 (0.019)	0.019 (0.032)
Ensino Superior	-0.018 (0.032)	-0.022 (0.031)	-0.011 (0.018)	-0.018 (0.031)
Agregado com algum reformado	0.026 ** (0.010)	0.032 *** (0.009)	0.007 (0.005)	0.018 (0.009)
Agregado com alguma criança	-0.015 (0.009)	-0.011 (0.008)	0.003 (0.005)	-0.001 (0.008)
Restrições crédito (variável binária)	-0.071 *** (0.019)	-0.054 ** (0.019)	-0.011 (0.011)	-0.040 * (0.019)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.032 *** (0.007)	0.008 (0.007)	0.020 *** (0.004)	0.020 ** (0.007)
% Desempregados no agregado	-0.003 (0.026)	0.035 (0.025)	0.010 (0.014)	0.001 (0.025)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.115 *** (0.008)	0.086 *** (0.007)	0.018 *** (0.004)	0.094 *** (0.007)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.299 *** (0.007)	0.201 *** (0.007)	0.048 *** (0.004)	0.236 *** (0.007)
Risco elevado	0.350 *** (0.011)	0.321 *** (0.011)	0.056 *** (0.006)	0.257 *** (0.011)
Constante	-0.064 * (0.032)	-0.087 ** (0.031)	-0.029 (0.018)	-0.067 * (0.031)
Efeitos Fixos por país	sim	sim	sim	sim
Nr observações	17 560	17 560	17 560	17 560
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

4.8.5. E.2 Regressão Complementar – Portugal

Tabela 41 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Capitais em Portugal

	Participação das famílias no mercado de capitais:			
	2010	2014	2017	2021
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.020 (0.014)	-0.001 (0.017)	0.017 (0.018)	0.014 (0.022)
Q3	0.025 (0.016)	0.006 (0.018)	0.021 (0.019)	0.012 (0.023)
Q4	0.036 * (0.016)	0.015 (0.019)	0.042 * (0.020)	0.029 (0.024)
Q5	0.102 *** (0.018)	0.101 *** (0.019)	0.117 *** (0.020)	0.128 *** (0.024)
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.025 * (0.010)	-0.015 (0.009)	-0.027 ** (0.009)	-0.019 (0.010)
Casa arrendada ou cedida	0.020 (0.013)	-0.001 (0.015)	0.013 (0.016)	0.011 (0.018)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	-0.004 (0.011)	-0.007 (0.013)	0.002 (0.013)	0.015 (0.014)
Q3	0.011 (0.012)	0.005 (0.013)	-0.006 (0.013)	0.019 (0.015)
Q4	0.020 (0.012)	0.017 (0.014)	0.009 (0.014)	0.025 (0.015)
Q5	0.093 *** (0.015)	0.062 *** (0.015)	0.049 ** (0.015)	0.104 *** (0.016)
Idade				
35-49	0.017 (0.014)	0.024 (0.013)	0.009 (0.017)	0.024 (0.035)
50-64	0.050 ** (0.015)	0.018 (0.015)	0.022 (0.019)	0.032 (0.035)
65 e superior	0.074 *** (0.018)	0.026 (0.018)	0.026 (0.021)	0.074 * (0.036)
A pessoa de referência é mulher	-0.004 (0.010)	-0.006 (0.011)	-0.001 (0.012)	-0.011 (0.014)
% Ensino Superior no agregado	0.019 (0.029)	0.111 *** (0.023)	0.080 *** (0.022)	0.075 ** (0.023)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.036 ** (0.013)	0.010 (0.013)	0.023 (0.014)	0.022 (0.015)
Ensino Secundário	0.069 *** (0.014)	0.024 (0.014)	0.039 ** (0.014)	0.033 * (0.016)
Ensino Superior	0.144 *** (0.027)	0.018 (0.023)	0.028 (0.022)	0.027 (0.023)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	-0.007 (0.022)	0.005 (0.021)	-0.015 (0.022)	-0.010 (0.025)
Ensino Secundário	-0.032 (0.022)	-0.007 (0.022)	-0.033 (0.022)	-0.008 (0.023)
Ensino Superior	-0.092 *** (0.023)	-0.057 ** (0.019)	-0.037 * (0.018)	-0.038 (0.020)
Agregado com algum reformado	-0.009 (0.010)	0.031 ** (0.011)	0.016 (0.011)	-0.007 (0.012)
Agregado com alguma criança	0.008 (0.009)	0.001 (0.009)	0.013 (0.009)	-0.012 (0.011)
Restrições crédito (variável binária)	-0.022 (0.016)	-0.039 ** (0.015)	-0.026 (0.017)	-0.008 (0.019)
% Desempregados no agregado	0.014 (0.017)	0.020 (0.016)	-0.005 (0.019)	0.016 (0.023)
Poupança Reforma (valor de comparação sem objetivos de poupança)				
Poupar para a reforma não é um dos objetivos	0.018 (0.012)	0.036 *** (0.010)	0.026 * (0.011)	-0.004 (0.009)
Poupar para a reforma é um dos objetivos	0.044 * (0.018)	0.047 *** (0.012)	0.050 *** (0.014)	0.044 ** (0.015)
Poupar para a reforma é o único objetivo	0.043 * (0.018)	0.043 ** (0.014)	0.037 * (0.015)	0.015 (0.013)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.244 *** (0.014)	0.249 *** (0.014)	0.238 *** (0.014)	0.329 *** (0.015)
Risco elevado	0.263 *** (0.030)	0.279 *** (0.028)	0.295 *** (0.028)	0.369 *** (0.033)
Constante	-0.076 *** (0.021)	-0.046 (0.024)	-0.055 * (0.026)	-0.076 (0.042)
Nr observações	4 138	5 958	5 674	5 656
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 42 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Ações em Portugal

	Participação das famílias no mercado de ações:			
	2010	2014	2017	2021
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.010 (0.012)	-0.006 (0.015)	0.009 (0.015)	0.012 (0.019)
Q3	0.018 (0.014)	-0.004 (0.016)	0.015 (0.016)	0.010 (0.020)
Q4	0.028 * (0.014)	0.006 (0.017)	0.017 (0.017)	0.015 (0.021)
Q5	0.078 *** (0.015)	0.066 *** (0.017)	0.072 *** (0.017)	0.083 *** (0.021)
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.029 ** (0.009)	-0.015 (0.008)	-0.022 ** (0.008)	-0.024 ** (0.009)
Casa arrendada ou cedida	0.007 (0.011)	-0.009 (0.013)	0.010 (0.013)	0.001 (0.016)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	-0.001 (0.010)	-0.002 (0.011)	0.009 (0.011)	0.002 (0.012)
Q3	0.008 (0.011)	0.010 (0.012)	0.009 (0.011)	0.007 (0.013)
Q4	0.014 (0.011)	0.024 * (0.012)	0.014 (0.012)	0.017 (0.013)
Q5	0.068 *** (0.014)	0.052 *** (0.013)	0.040 ** (0.013)	0.069 *** (0.014)
Idade				
35-49	0.002 (0.012)	0.025 * (0.012)	0.002 (0.015)	0.013 (0.030)
50-64	0.016 (0.013)	0.017 (0.014)	0.015 (0.016)	0.025 (0.030)
65 e superior	0.037 * (0.016)	0.038 * (0.016)	0.022 (0.018)	0.050 (0.031)
A pessoa de referência é mulher	0.002 (0.009)	0.002 (0.010)	0.003 (0.010)	-0.005 (0.012)
% Ensino Superior no agregado	0.007 (0.025)	0.085 *** (0.020)	0.062 *** (0.018)	0.055 ** (0.020)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.032 ** (0.011)	0.014 (0.012)	0.022 * (0.011)	0.020 (0.013)
Ensino Secundário	0.050 *** (0.013)	0.022 (0.013)	0.036 ** (0.012)	0.039 ** (0.014)
Ensino Superior	0.111 *** (0.024)	0.022 (0.020)	0.025 (0.018)	0.017 (0.020)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	-0.005 (0.019)	-0.001 (0.019)	-0.017 (0.018)	-0.008 (0.021)
Ensino Secundário	-0.023 (0.019)	-0.012 (0.019)	-0.033 (0.018)	-0.017 (0.020)
Ensino Superior	-0.097 *** (0.020)	-0.063 *** (0.017)	-0.046 ** (0.015)	-0.035 * (0.017)
Agregado com algum reformado	-0.002 (0.009)	0.025 ** (0.010)	0.008 (0.009)	-0.009 (0.010)
Agregado com alguma criança	0.010 (0.008)	0.007 (0.008)	0.008 (0.008)	-0.012 (0.009)
Restrições crédito (variável binária)	-0.016 (0.014)	-0.032 * (0.013)	-0.020 (0.014)	-0.004 (0.017)
% Desempregados no agregado	-0.001 (0.015)	0.020 (0.014)	0.002 (0.016)	0.023 (0.020)
Poupança Reforma (valor de comparação sem objetivos de poupança)				
Poupar para a reforma não é um dos objetivos	0.017 ✔ (0.010)	0.025 ** ✔ (0.009)	0.021 * ✔ (0.009)	0.002 ✔ (0.008)
Poupar para a reforma é um dos objetivos	0.062 *** ✔ (0.015)	0.035 ** ✔ (0.011)	0.026 * ✔ (0.012)	0.013 ✔ (0.013)
Poupar para a reforma é o único objetivo	0.014 ✔ (0.016)	0.020 ✔ (0.012)	0.021 ✔ (0.012)	0.001 ✔ (0.011)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.128 *** ✔ (0.012)	0.163 *** ✔ (0.012)	0.137 *** ✔ (0.012)	0.168 *** ✔ (0.014)
Risco elevado	0.206 *** ✔ (0.026)	0.247 *** ✔ (0.025)	0.272 *** ✔ (0.024)	0.253 *** ✔ (0.029)
Constante	-0.042 * ✔ (0.018)	-0.047 * ✔ (0.021)	-0.043 * ✔ (0.022)	-0.044 ✔ (0.036)
Nr observações	4 138	5 958	5 674	5 656
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 43 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Obrigações em Portugal

Participação das famílias no mercado de obrigações:				
	2010	2014	2017	2021
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.004 (0.004)	-0.005 (0.006)	-0.001 (0.008)	-0.003 (0.010)
Q3	0.007 (0.005)	-0.004 (0.006)	-0.002 (0.009)	-0.004 (0.011)
Q4	0.001 (0.005)	-0.005 (0.007)	0.003 (0.009)	-0.005 (0.011)
Q5	0.008 (0.005)	0.004 (0.007)	0.018 (0.010)	0.019 (0.011)
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	0.001 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.010 * (0.004)	0.001 (0.005)
Casa arrendada ou cedida	0.006 (0.004)	-0.007 (0.005)	-0.008 (0.008)	-0.003 (0.008)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	-0.001 (0.003)	0.001 (0.004)	-0.002 (0.006)	0.004 (0.006)
Q3	0.001 (0.004)	-0.004 (0.005)	-0.007 (0.006)	0.004 (0.007)
Q4	0.002 (0.004)	-0.002 (0.005)	0.002 (0.007)	0.006 (0.007)
Q5	0.011 * (0.005)	0.001 (0.005)	0.010 (0.007)	0.011 (0.007)
Idade				
35-49	0.006 (0.004)	0.002 (0.005)	-0.004 (0.008)	-0.003 (0.016)
50-64	0.006 (0.005)	0.000 (0.005)	-0.007 (0.009)	0.009 (0.016)
65 e superior	0.008 (0.005)	-0.002 (0.006)	-0.009 (0.010)	0.018 (0.016)
A pessoa de referência é mulher	0.001 (0.003)	0.000 (0.004)	0.003 (0.006)	-0.003 (0.006)
% Ensino Superior no agregado	-0.016 (0.009)	0.009 (0.008)	0.005 (0.011)	0.016 (0.010)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.000 (0.004)	-0.002 (0.005)	0.002 (0.006)	-0.002 (0.007)
Ensino Secundário	0.004 (0.004)	-0.004 (0.005)	0.011 (0.007)	-0.007 (0.007)
Ensino Superior	0.010 (0.008)	0.001 (0.008)	0.016 (0.010)	-0.003 (0.010)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	-0.002 (0.007)	0.006 (0.007)	-0.007 (0.010)	-0.002 (0.011)
Ensino Secundário	0.005 (0.007)	0.003 (0.008)	-0.015 (0.010)	0.010 (0.010)
Ensino Superior	0.021 ** (0.007)	-0.001 (0.007)	-0.020 * (0.009)	-0.008 (0.009)
Agregado com algum reformado	-0.001 (0.003)	0.007 (0.004)	0.011 * (0.005)	-0.008 (0.005)
Agregado com alguma criança	0.000 (0.003)	0.006 (0.003)	0.002 (0.004)	0.006 (0.005)
Restrições crédito (variável binária)	-0.002 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.006 (0.008)	-0.001 (0.009)
% Desempregados no agregado	-0.001 (0.005)	0.005 (0.006)	0.004 (0.009)	0.006 (0.010)
Poupança Reforma (valor de comparação sem objetivos de poupança)				
Poupar para a reforma não é um dos objetivos	-0.003 (0.004)	0.005 (0.004)	0.007 (0.005)	0.001 (0.004)
Poupar para a reforma é um dos objetivos	0.009 (0.005)	0.008 (0.004)	0.003 (0.007)	0.019 ** (0.007)
Poupar para a reforma é o único objetivo	0.011 * (0.006)	0.008 (0.005)	0.002 (0.007)	0.009 (0.006)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.010 * (0.004)	0.054 *** (0.005)	0.055 *** (0.007)	0.059 *** (0.007)
Risco elevado	0.038 *** (0.009)	0.031 ** (0.010)	0.039 ** (0.013)	0.099 *** (0.015)
Constante	-0.012 * (0.006)	-0.001 (0.008)	0.004 (0.013)	-0.010 (0.019)
Nr observações	4 138	5 958	5 674	5 656
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 44 - Regressão Complementar: Participação no Mercado de Fundos de Investimento em Portugal

	Participação das famílias no mercado de fundos:			
	2010	2014	2017	2021
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.005 (0.010)	0.000 (0.011)	0.001 (0.012)	0.013 (0.017)
Q3	-0.003 (0.011)	0.003 (0.012)	0.000 (0.013)	0.013 (0.018)
Q4	0.002 (0.011)	-0.003 (0.012)	0.008 (0.014)	0.019 (0.018)
Q5	0.036 ** (0.012)	0.035 ** (0.013)	0.039 ** (0.014)	0.064 *** (0.018)
Habitação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.005 (0.007)	0.000 (0.006)	-0.007 (0.006)	-0.014 (0.008)
Casa arrendada ou cedida	0.002 (0.009)	0.003 (0.010)	0.000 (0.011)	0.017 (0.014)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	-0.002 (0.008)	-0.005 (0.008)	0.001 (0.008)	0.003 (0.011)
Q3	0.001 (0.008)	-0.004 (0.009)	-0.005 (0.009)	0.009 (0.011)
Q4	0.005 (0.009)	-0.008 (0.009)	-0.001 (0.009)	0.006 (0.011)
Q5	0.026 * (0.010)	0.019 (0.010)	0.016 (0.010)	0.051 *** (0.012)
Idade				
35-49	0.005 (0.009)	-0.004 (0.009)	0.019 (0.012)	0.045 (0.026)
50-64	0.025 * (0.011)	0.003 (0.010)	0.027 * (0.012)	0.036 (0.026)
65 e superior	0.039 ** (0.013)	-0.005 (0.012)	0.023 (0.014)	0.060 * (0.028)
A pessoa de referência é mulher	-0.005 (0.007)	-0.003 (0.007)	-0.002 (0.008)	-0.009 (0.010)
% Ensino Superior no agregado	0.053 ** (0.020)	0.040 ** (0.015)	0.041 ** (0.015)	0.036 * (0.017)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.009 (0.009)	0.001 (0.009)	0.010 (0.009)	0.004 (0.011)
Ensino Secundário	0.016 (0.010)	0.012 (0.009)	-0.004 (0.010)	0.010 (0.012)
Ensino Superior	0.034 (0.019)	0.030 * (0.015)	0.003 (0.015)	0.027 (0.018)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	-0.002 (0.015)	0.004 (0.014)	-0.007 (0.015)	0.016 (0.019)
Ensino Secundário	-0.008 (0.015)	-0.012 (0.014)	0.009 (0.015)	0.007 (0.018)
Ensino Superior	-0.024 (0.016)	-0.033 ** (0.012)	-0.011 (0.012)	-0.021 (0.015)
Agregado com algum reformado	-0.013 (0.007)	0.007 (0.007)	0.005 (0.007)	0.004 (0.009)
Agregado com alguma criança	0.007 (0.006)	-0.008 (0.006)	0.000 (0.006)	-0.015 (0.008)
Restrições crédito (variável binária)	-0.009 (0.011)	-0.007 (0.010)	-0.012 (0.011)	-0.004 (0.014)
% Desempregados no agregado	0.018 (0.012)	0.008 (0.010)	-0.005 (0.013)	0.007 (0.017)
Poupança Reforma (valor de comparação sem objetivos de poupança)				
Poupar para a reforma não é um dos objetivos	0.016 (0.008)	0.012 (0.007)	0.013 (0.008)	-0.011 (0.007)
Poupar para a reforma é um dos objetivos	-0.008 (0.012)	0.025 ** (0.008)	0.014 (0.009)	0.027 * (0.011)
Poupar para a reforma é o único objetivo	0.035 ** (0.013)	0.014 (0.009)	0.026 ** (0.010)	0.017 (0.010)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.134 *** (0.010)	0.131 *** (0.009)	0.143 *** (0.009)	0.271 *** (0.011)
Risco elevado	0.180 *** (0.020)	0.198 *** (0.018)	0.165 *** (0.019)	0.297 *** (0.025)
Constante	-0.025 (0.014)	-0.005 (0.016)	-0.030 (0.018)	-0.074 * (0.032)
Nr observações	4 138	5 958	5 674	5 656
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

4.8.6. E.3 Regressão Complementar – O desenvolvimento/dinamismo do

mercado de capitais

Tabela 45 - Regressão Complementar: Impacto do dinamismo do mercado de capitais na participação das famílias – variável 1

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Dinamismo de Mercado - Variável 1	0.080 *** (0.003)	0.055 *** (0.003)	0.020 *** (0.001)	0.024 *** (0.003)
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.036 *** (0.006)	0.014 ** (0.005)	-0.003 (0.003)	0.024 *** (0.005)
Q3	0.077 *** (0.007)	0.032 *** (0.006)	0.001 (0.003)	0.048 *** (0.006)
Q4	0.117 *** (0.007)	0.044 *** (0.006)	0.009 * (0.003)	0.069 *** (0.006)
Q5	0.260 *** (0.007)	0.165 *** (0.006)	0.031 *** (0.004)	0.158 *** (0.007)
Habituação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.025 *** (0.004)	-0.024 *** (0.004)	-0.024 *** (0.002)	-0.007 (0.004)
Casa arrendada ou cedida	0.050 *** (0.005)	0.026 *** (0.004)	-0.007 ** (0.002)	0.041 *** (0.004)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	0.000 (0.005)	-0.001 (0.005)	0.003 (0.003)	-0.009 (0.005)
Q3	0.009 (0.006)	0.004 (0.005)	0.007 ** (0.003)	-0.005 (0.005)
Q4	0.030 *** (0.006)	0.019 *** (0.005)	0.015 *** (0.003)	-0.003 (0.005)
Q5	0.078 *** (0.006)	0.073 *** (0.005)	0.024 *** (0.003)	0.024 *** (0.005)
Idade				
35-49	-0.003 (0.006)	-0.006 (0.005)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.005)
50-64	0.026 *** (0.006)	0.005 (0.005)	0.012 *** (0.003)	0.022 *** (0.006)
65 e superior	0.085 *** (0.008)	0.053 *** (0.007)	0.027 *** (0.004)	0.049 *** (0.007)
A pessoa de referência é mulher	-0.009 (0.009)	-0.007 (0.008)	-0.003 (0.004)	-0.002 (0.008)
% Ensino Superior no agregado	0.055 *** (0.008)	0.045 *** (0.007)	-0.002 (0.004)	0.034 *** (0.007)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.008 (0.008)	-0.007 (0.007)	0.010 * (0.004)	0.003 (0.007)
Ensino Secundário	0.019 ** (0.007)	0.001 (0.006)	0.006 (0.003)	0.015 ** (0.006)
Ensino Superior	0.061 *** (0.009)	0.033 *** (0.008)	0.009 * (0.005)	0.049 *** (0.008)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.014 (0.013)	0.012 (0.011)	-0.002 (0.006)	0.011 (0.011)
Ensino Secundário	0.014 (0.010)	0.008 (0.009)	0.005 (0.005)	0.009 (0.009)
Ensino Superior	-0.040 *** (0.010)	-0.038 *** (0.009)	-0.005 (0.005)	-0.035 *** (0.009)
Agregado com algum reformado	0.023 *** (0.005)	0.023 *** (0.004)	-0.001 (0.002)	0.016 *** (0.004)
Agregado com alguma criança	-0.019 *** (0.004)	-0.010 ** (0.003)	0.001 (0.002)	-0.008 * (0.003)
Restrições crédito (variável binária)	-0.037 *** (0.007)	-0.017 ** (0.006)	0.000 (0.003)	-0.028 *** (0.006)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.040 *** (0.003)	0.002 (0.003)	0.020 *** (0.002)	0.034 *** (0.003)
% Desempregados no agregado	0.012 (0.008)	0.028 *** (0.007)	-0.001 (0.004)	0.005 (0.007)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.119 *** (0.003)	0.095 *** (0.003)	-0.004 ** (0.002)	0.090 *** (0.003)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.234 *** (0.004)	0.123 *** (0.003)	0.040 *** (0.002)	0.180 *** (0.003)
Risco elevado	0.246 *** (0.006)	0.186 *** (0.005)	0.060 *** (0.003)	0.166 *** (0.005)
Constante	-0.196 *** (0.010)	-0.116 *** (0.009)	-0.033 *** (0.005)	-0.129 *** (0.009)
Nr observações	55 813	55 813	55 813	55 813
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

Tabela 46 - Regressão Complementar: Impacto do dinamismo do mercado de capitais na participação das famílias – variável 2

	Participação das famílias no mercado de:			
	capitais	ações	obrigações	fundos
Dinamismo de Mercado - Variável 2	0.099 *** (0.004)	0.073 *** (0.003)	0.021 *** (0.002)	0.051 *** (0.003)
Quintil Riqueza (valor de comparação Q1)				
Q2	0.026 *** (0.006)	0.007 (0.005)	-0.005 (0.003)	0.019 *** (0.005)
Q3	0.061 *** (0.007)	0.019 ** (0.006)	-0.003 (0.003)	0.038 *** (0.006)
Q4	0.097 *** (0.007)	0.029 *** (0.006)	0.005 (0.004)	0.058 *** (0.006)
Q5	0.236 *** (0.008)	0.147 *** (0.007)	0.026 *** (0.004)	0.144 *** (0.007)
Habituação (valor de comparação casa própria sem crédito)				
Casa própria com crédito habitação	-0.032 *** (0.004)	-0.029 *** (0.004)	-0.025 *** (0.002)	-0.012 ** (0.004)
Casa arrendada ou cedida	0.023 *** (0.005)	0.005 (0.005)	-0.013 *** (0.003)	0.026 *** (0.005)
Quintil Rendimento (valor de comparação Q1)				
Q2	0.001 (0.005)	0.000 (0.005)	0.004 (0.003)	-0.009 (0.005)
Q3	0.011 (0.006)	0.005 (0.005)	0.008 ** (0.003)	-0.005 (0.005)
Q4	0.031 *** (0.006)	0.019 *** (0.005)	0.016 *** (0.003)	-0.005 (0.005)
Q5	0.079 *** (0.006)	0.074 *** (0.005)	0.025 *** (0.003)	0.021 *** (0.005)
Idade				
35-49	-0.008 (0.006)	-0.010 * (0.005)	-0.002 (0.003)	-0.004 (0.005)
50-64	0.020 ** (0.006)	0.000 (0.005)	0.011 *** (0.003)	0.019 *** (0.006)
65 e superior	0.079 *** (0.008)	0.048 *** (0.007)	0.025 *** (0.004)	0.044 *** (0.007)
A pessoa de referência é mulher	-0.005 (0.009)	-0.004 (0.008)	-0.002 (0.004)	-0.001 (0.008)
% Ensino Superior no agregado	0.068 *** (0.008)	0.055 *** (0.007)	0.001 (0.004)	0.040 *** (0.007)
Educação da pessoa de referência (valor de comparação Ensino Primário ou menos)				
Ensino Básico	0.021 ** (0.008)	0.003 (0.007)	0.013 ** (0.004)	0.009 (0.007)
Ensino Secundário	0.037 *** (0.007)	0.015 ** (0.006)	0.010 ** (0.003)	0.027 *** (0.006)
Ensino Superior	0.072 *** (0.009)	0.042 *** (0.008)	0.011 * (0.005)	0.056 *** (0.008)
A pessoa de referência é mulher x Educação				
Ensino Básico	0.010 (0.013)	0.011 (0.011)	-0.003 (0.006)	0.011 (0.011)
Ensino Secundário	0.009 (0.010)	0.005 (0.009)	0.004 (0.005)	0.008 (0.009)
Ensino Superior	-0.041 *** (0.010)	-0.039 *** (0.009)	-0.006 (0.005)	-0.034 *** (0.009)
Agregado com algum reformado	0.022 *** (0.005)	0.022 *** (0.004)	-0.002 (0.002)	0.017 *** (0.004)
Agregado com alguma criança	-0.017 *** (0.004)	-0.009 * (0.003)	0.001 (0.002)	-0.007 * (0.003)
Restrições crédito (variável binária)	-0.031 *** (0.007)	-0.012 * (0.006)	0.002 (0.003)	-0.025 *** (0.006)
Capacidade de Poupança (variável binária)	0.029 *** (0.003)	-0.006 * (0.003)	0.018 *** (0.002)	0.030 *** (0.003)
% Desempregados no agregado	0.011 (0.008)	0.026 *** (0.007)	-0.001 (0.004)	0.003 (0.007)
Agregado tem plano de pensões voluntário	0.127 *** (0.003)	0.101 *** (0.003)	-0.003 (0.002)	0.093 *** (0.003)
Perfil Invest. (valor de comparação risco baixo)				
Risco médio	0.231 *** (0.004)	0.120 *** (0.003)	0.039 *** (0.002)	0.178 *** (0.003)
Risco elevado	0.248 *** (0.006)	0.187 *** (0.005)	0.060 *** (0.003)	0.166 *** (0.005)
Constante	-0.216 *** (0.011)	-0.133 *** (0.009)	-0.036 *** (0.005)	-0.147 *** (0.009)
Nr observações	55 813	55 813	55 813	55 813
Prob > F	0.000	0.000	0.000	0.000

*** $p < .001$, ** $p < .01$, * $p < .05$

4.9. Bibliografia

- Arrondel, Luc; Calvo-Pardo, Hector; Giannitsarou, Chryssi; Haliassos, Michael (2022). Informative social interactions. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 203, 246-263. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2022.09.006>.
- Benzoni, Luca; Collin-Dufresne, Pierre; Goldstein, Robert S. (2007). Portfolio Choice over the Life-Cycle when the Stock and Labor Markets Are Cointegrated. *The Journal of Finance*, 62(5), 2123-2167. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01271.x>
- Bolt, Jutta; van Zanden, Jan Luiten (no prelo). Maddison style estimates of the evolution of the world economy: A new 2023 update. *Journal of Economic Surveys*. <https://doi.org/10.1111/joes.12618>.
- Bonaparte, Yosef; Korniotis, George; Kumar, Alok; Michaelides, Alexander; Zhang, Yuxin (no prelo). Stock Market Ownership Transitions. *Management Science*.
- Calvet, L.E.; C  l  rier, C., Sodini, P.; Vallée, B. (2023). Can Security Design Foster Household Risk-Taking? *The Journal of Finance*, 78(4), 1917-1966. <https://doi.org/10.1111/jofi.13232>
- Campbell, John Y. (2006). Household Finance. *The Journal of Finance*, 61, 1553-1604. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00883.x>
- Changwony, Frederick Kibon; Campbell, Kevin; Tabner, Isaac T. (2021). Savings goals and wealth allocation in household financial portfolios. *Journal of Banking and Finance*, 124, 106028. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2020.106028>
- Choukhmane, Taha; de Silva, Tim (2024). What Drives Investors' Portfolio Choices? Separating Risk Preferences from Frictions. NBER Working Paper No. 32476.
- Christelis, D.; Georgarakos, D.; Haliassos, M. (2013). Differences in Portfolios across Countries: Economic Environment versus Household Characteristics. *The Review of Economics and Statistics*, 95(1), 220-236. https://doi.org/10.1162/REST_a_00260
- European Central Bank (2013). HFCS, 2010 Wave (version UDB_1_5_Stata). [Data set]. European Central Bank
- European Central Bank (2016). HFCS, 2014 Wave (version UDB_2_5_Stata). [Data set]. European Central Bank
- European Central Bank (2020). HFCS, 2017 Wave (version UDB_3_3_Stata). [Data set]. European Central Bank
- European Central Bank (2023a). HFCS, 2021 Wave (version UDB_4_0_Stata). [Data set].

European Central Bank

European Central Bank (2023b). HFCS, User Database Documentation: Core and derived variables, 2021 Wave. European Central Bank

European Central Bank (2023c). HFCS, User Database Documentation: Non-core variables, 2021 Wave. European Central Bank

European Central Bank (2023d). HFCS, User Database Documentation: User guide, 2021 Wave. European Central Bank

Fagereng, A.; Gottlieb, C.; Guiso, L. (2017). Asset Market Participation and Portfolio Choice over the Life-Cycle. *The Journal of Finance*, 72(2), 705-750. <https://doi.org/10.1111/jofi.12484>

Galaasen, Sigurd Molster; Raja, Akash (2024). The Dynamics of Stock Market Participation. *Norges Bank Working Paper 5/2024*.

Gomes, Francisco J. (2020). Portfolio Choice over the Life Cycle: A Survey. *Annual Review of Financial Economics*, 12, 277-304. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-012820-113815>

Gomes, Francisco J., Michael Haliassos, and Tarun Ramadorai (2021). Household Finance. *Journal of Economic Literature*, 59(3), 919-1000. <https://doi.org/10.1257/jel.20201461>

Guiso, Luigi; Sapienza, Paola; Zingales, Luigi (2008). Trusting the Stock Market. *The Journal of Finance*, 63(6), 2557-2600. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01408.x>

Guiso, Luigi; Zaccaria, Luana (2023). From patriarchy to partnership: Gender equality and household finance. *Journal of Financial Economics*, 147(3), 573-595. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.01.002>

Hong, Harrison; Kubik, Jeffrey D.; Stein, Jeremy C. (2004). Social Interaction and Stock-Market Participation. *The Journal of Finance*, 59(1), 137-163. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00629.x>

Kozina, M.; Tartamella, F.; Tsigkas, O. (2021). A Comprehensive Analysis of Households' Wealth in the EU. Paper prepared for the 36th IARIW Virtual General Conference.

Merton, Robert C. (1969). Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case. *The Review of Economics and Statistics*, 51(3), 247-257. <https://doi.org/10.2307/1926560>

Merton, Robert C. (1971). Optimum consumption and portfolio rules in a continuous-time

model. *Journal of Economic Theory*, 3, 373-413. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(71\)90038-X](https://doi.org/10.1016/0022-0531(71)90038-X)

Michelangeli, Valentina; Viviano, Eliana (2024). Can Internet Banking Affect Households' Participation in Financial Markets and Financial Awareness? *Journal of Money, Credit and Banking*, 56(4), 705-739. <https://doi.org/10.1111/jmcb.13098>

Peijnenburg, Kim (2018). Life-Cycle Asset Allocation with Ambiguity Aversion and Learning. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(5), 1963-1994. <https://doi.org/10.1017/S0022109017001144>

Puri, Manju; Robinson, David T. (2007). Optimism and economic choice. *Journal of Financial Economics*, 86(1), 71-99. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.003>

Principais Conclusões

Dezembro 2024

Revisto em Maio de 2025

Conclusões

A economia portuguesa enfrenta atualmente desafios significativos, inserindo-se numa União Europeia que procura renovar o seu dinamismo face a transformações recentes e inesperadas. O Relatório Draghi oferece uma descrição atualizada desses desafios e propõe um caminho em que o desenvolvimento do mercado de capitais ocupa um lugar central. Neste enquadramento, o presente relatório analisou a evidência disponível sobre o papel que os mercados de capitais podem desempenhar no progresso da economia portuguesa. As conclusões que se seguem sintetizam os principais resultados obtidos ao longo dos quatro capítulos do relatório, que abordaram a importância do mercado de capitais para o crescimento económico, os benefícios do seu acesso para o desempenho empresarial, e os fatores que condicionam a participação dos agregados familiares nestes mercados.

No capítulo 1, a proxy “capitalização bolsista” é a que apresenta uma relação significativa e positiva com o crescimento económico, o crescimento da produtividade total de fatores e as patentes per capita (neste último caso, quando se considera apenas o conjunto de países da OCDE). Encontram-se ainda efeitos de sinal contrário do crédito privado na produtividade total dos fatores, bem como efeitos positivos do crédito não bancário na dinâmica de inovação, medida pelo crescimento das patentes per capita. Estes resultados, tomados conjuntamente, parecem evidenciar a importância dos mercados de capitais (através da capitalização bolsista e do crédito não bancário) na promoção da dinâmica inovadora das economias.

No capítulo 2, são especialmente relevantes os resultados que indicam que as empresas cotadas têm maiores vantagens de financiamento (menores níveis relativos de endividamento e menor peso de empréstimos de curto prazo, assim como menores custos do capital alheio) e investem mais. Foi também observado que apenas as empresas que escolhem ser cotadas em países de *baixo* dinamismo do mercado de capitais estão associadas a um efeito superior em termos de níveis de investimento. Fazendo Portugal parte do grupo de *baixo* dinamismo do mercado de capitais, é de esperar que as empresas portuguesas admitidas à cotação apresentem aumentos especialmente significativos na proporção de financiamento de longo prazo (capitais próprios e dívida de longo prazo), bem como nos seus níveis de investimento. Neste capítulo, não se descobrem efeitos significativos da escolha de ser cotada nos níveis de rendibilidade. Por outro lado, as empresas que recorrem simultaneamente ao mercado obrigacionista e à admissão à cotação de ações revelam maior capacidade de investimento. Tais empresas estão também associadas a uma maior rendibilidade e a uma menor probabilidade de se encontrarem em *stress* financeiro. Por fim, conclui-se que as empresas que acedem a capital de risco na vertente

Conclusões

acionista (*Private Equity* ou *Venture Capital*) beneficiam de uma flexibilidade financeira superior à daquelas que não acedem.

No capítulo 3, dedicado às empresas portuguesas, mostra-se que as empresas que têm ações ou obrigações cotadas, bem como as suas subsidiárias, tendem a ser mais produtivas do que as empresas que não acedem aos mercados de capitais, em linha com a conclusão do capítulo 1, que aponta para um efeito positivo e significativo da capitalização bolsista. Já as empresas com emissão privada de dívida e as beneficiárias de capital de risco tendem a mostrar uma relativa desvantagem em termos de produtividade. As empresas com capital de risco destacam-se pela maior propensão e intensidade exportadora. Em contraste, empresas listadas e subsidiárias apresentam um desempenho inferior em termos de propensão a exportar, enquanto as emissoras de dívida privada se encontram num nível intermédio. As empresas com capital de risco e as que recorrem a colocação privada de dívida apresentam uma maior propensão a alocar trabalhadores e a investir em atividades de I&D, com destaque para o grupo financiado por capital de risco. Já as empresas listadas e subsidiárias não evidenciam vantagens significativas neste domínio.

No capítulo 4, analisaram-se os determinantes da participação dos agregados familiares nos mercados de capitais, com base num modelo econométrico que incorporou variáveis socioeconómicas, demográficas e comportamentais. Os resultados mostram que a riqueza, mais do que o rendimento, é o principal fator associado à participação, a par do nível de escolaridade e da existência de poupança líquida ou de planos de pensões voluntários. O perfil de risco do agregado revelou-se particularmente relevante para a participação no mercado obrigacionista, enquanto a presença de reformados no agregado tende a aumentar a participação, em contraste com a presença de crianças, que exerce um efeito negativo. No caso português, destaca-se uma posição intermédia no contexto europeu quanto ao enquadramento institucional, com resultados que sugerem uma crescente relevância da literacia financeira e das motivações de poupança associadas à reforma. A evolução entre 2010 e 2021 indica um reforço do papel da riqueza, da escolaridade e do perfil de risco, bem como um impacto negativo persistente das perceções de restrições ao crédito. Em resumo, a participação nos mercados de capitais reflete os efeitos de um conjunto complexo de fatores, que inclui tanto características individuais dos agregados familiares como condicionantes de natureza agregada, e tanto elementos estruturais como elementos conjunturais, que influenciam a evolução dos comportamentos ao longo do tempo.

Conclusões

Estes resultados sugerem que o desenvolvimento do mercado de capitais seria benéfico para um país como Portugal. De um maior acesso aos mercados de capitais pode esperar-se um aumento do investimento, da inovação e da produtividade. Por outro lado, melhores condições de acesso à emissão privada de dívida e ao capital de risco favorecerão a canalização de fundos para empresas exportadoras e inovadoras, fundamentos do paradigma de desenvolvimento “*created in*” discutido no capítulo 3. Neste contexto, é possível que iniciativas legislativas ou doutra índole (nomeadamente as relacionadas com a promoção da literacia financeira) que reduzam os obstáculos ao desenvolvimento do mercado de capitais e ao acesso a esse mercado por parte das empresas e das famílias contribuam para melhorar as condições de financiamento das empresas, impulsionar o desempenho da economia portuguesa e elevar o nível de vida da população.



ESTUDO SOBRE A
DINAMIZAÇÃO
DO MERCADO
DE CAPITAIS
EM PORTUGAL