

TATIANA CRISTINA PEREIRA MARTINS

**OS DETERMINANTES DAS EMPRESAS QUE ENTRAM NO PROCESSO ESPECIAL DE
REVITALIZAÇÃO: EVIDÊNCIA NAS EMPRESAS DO SETOR DO TURISMO EM PORTUGAL**



UNIVERSIDADE DO ALGARVE
FACULDADE DE ECONOMIA

2023

TATIANA CRISTINA PEREIRA MARTINS

**OS DETERMINANTES DAS EMPRESAS QUE ENTRAM NO PROCESSO ESPECIAL DE
REVITALIZAÇÃO: EVIDÊNCIA NAS EMPRESAS DO SETOR DO TURISMO EM PORTUGAL**

Mestrado em Contabilidade

Dissertação elaborada sobre a orientação de:

Prof. Doutor Rúben Miguel Torcato Peixinho, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve

Prof. Doutor Luís Miguel Serra Coelho, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve



UNIVERSIDADE DO ALGARVE

FACULDADE DE ECONOMIA

2023

**OS DETERMINANTES DAS EMPRESAS QUE ENTRAM NO PROCESSO ESPECIAL DE
REVITALIZAÇÃO: EVIDÊNCIA NAS EMPRESAS DO SETOR DO TURISMO EM PORTUGAL**

Declaração de Auditoria do Trabalho

Declaro ser a autora deste trabalho, que é original e inédito. Autores e trabalhos consultados estão devidamente citados no texto e constam da listagem de referências incluída.

Tatiana Cristina Pereira Martins

(assinatura)

© **Copyright:** (Tatiana Cristina Pereira Martins)

A Universidade do Algarve tem o direito, perpétuo e sem limites geográficos, de arquivar e publicitar este trabalho através de exemplares impressos reproduzidos em papel ou de forma digital, ou por qualquer outro meio conhecido ou que venha a ser inventado, de o divulgar através de repositórios científicos e de admitir a sua cópia e distribuição com objetivos educacionais ou de investigação, não comerciais, desde que seja dado crédito ao autor e editor.

DEDICATÓRIAS E AGRADECIMENTOS

Primeiramente aos meus orientadores, ao Professor Luís Coelho por não ter hesitado quando lhe questionei se poderia ser meu orientador e ao Professor Rúben Peixinho que, inicialmente me inspirou na escolha do tema da dissertação assim como na motivação para a sua elaboração. Um forte agradecimento ao meu namorado e colega de curso, pelo apoio demonstrado durante a realização do trabalho, pela força dada nos momentos de fraqueza e por nunca me ter deixado desistir.

Não poderia deixar de mencionar os meus pais por me terem motivado a inscrever no mestrado e a concluir esta grande etapa com o maior orgulho do mundo. Aos pais do meu namorado, por me terem dado o devido apoio sempre que necessário e pela forma carinhosa como se demonstraram disponíveis para me auxiliarem.

Por último, mas não menos importante, aos amigos e familiares, que em todas as minhas dúvidas e questões me proporcionaram apoio, dedicação, disponibilidade e preocupação. Um agradecimento especial ao Rafael e à Professora Maria Manuel pois sem o apoio deles teria sido mais complicado concluir esta Dissertação.

Um muito obrigado a todos, por contribuírem para a conclusão desta etapa maravilhosa!

RESUMO

O *distress* financeiro sentido pelas empresas em virtude da competitividade existente nos mercados económicos, torna urgente dotar os gestores de princípios que lhes permitam tomar decisões mais eficazes. De facto, o *distress* financeiro está associado a conceitos como falência, insolvência ou incumprimento financeiro, os quais têm significados diferenciados (Habib, Costa, Huang, Bhuiyan e Sun, 2020; Altman e Hotchkiss, 2006). Os modelos de previsão de falência (e.g., Altman, 1968 e Beaver, 1966) representam um marco importante na investigação nesta área ao iniciarem a discussão sobre os determinantes do *distress* financeiro.

A reestruturação de empresas surge, neste contexto, como um tópico menos explorado em que ainda não existe evidência sobre os determinantes que levam algumas empresas em forte dificuldade financeira a estratégias que lhes permitem reorganizar-se estando protegidas das ações judiciais que podem ser intentadas pelos seus credores. Esta dissertação explora esta lacuna considerando unidades empresariais do setor do turismo que aderiram ao Plano Especial de Revitalização (PER) entre 2014 e 2022. Para tal, são estimados modelos *logit* com base em indicadores contabilísticos (rentabilidade, dimensão, liquidez e alavancagem) e macroeconómicos para os três anos anteriores ao evento. Os resultados divulgam que a capacidade preditiva destes modelos é relevante uma vez que as percentagens de classificações corretas obtidas são de 83,3%, 75,3% e 69,5% para os anos N-1, N-2 e N-3, respetivamente. Ainda assim, a principal conclusão é que a Taxa de Juro é a única variável significativa para os três anos analisados, com o seu aumento a estar diretamente ligado à probabilidade de as empresas estudadas aderirem ao PER.

Palavras-Chave: PER, Modelo *logit*, Reestruturação, *Distress* Financeiro, Turismo.

ABSTRACT

The financial distress felt by companies because of the competitiveness of the economic markets makes it urgent to equip managers with principles that enable them to make more effective decisions. In fact, financial distress is associated with concepts such as bankruptcy, insolvency, or financial default, which have different meanings (Habib, Costa, Huang, Bhuiyan and Sun, 2020; Altman and Hotchkiss, 2006). Bankruptcy prediction models (e.g. Altman, 1968 and Beaver, 1966) represent an important milestone in research in this area, as they began the discussion on the determinants of financial distress.

In this context, corporate restructuring is a less explored topic in which there is still no evidence on the determinants that lead some companies in severe financial difficulty to strategies that allow them to reorganize while being protected from lawsuits that may be brought by their creditors. This dissertation explores this gap by considering business units in the tourism sector that joined the Special Revitalization Plan (PER) between 2014 and 2022. To this end, logit models are estimated based on accounting indicators (profitability, size, liquidity and leverage) and macroeconomic indicators for the three years prior to the event. The results show that the predictive capacity of these models is relevant since the percentages of correct classifications obtained are 83.3%, 75.3% and 69.5% for years N-1, N-2 and N-3, respectively. Even so, the main conclusion is that the interest rate is the only significant variable for the three years analyzed, with its increase being directly linked to the likelihood of the companies studied joining the PER.

Keywords: SRP, Logit model, Reorganization, Financial Distress, Tourism.

ÍNDICE GERAL

	Página
ÍNDICE GERAL.....	vii
ÍNDICE DE FIGURAS.....	ix
ÍNDICE DE TABELAS	x
LISTA DE ABREVIATURAS	xi
CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO.....	12
CAPÍTULO 2. REVISÃO DA LITERATURA	16
2.1- <i>Distress</i> Financeiro	16
2.1.1- Falência.....	16
2.1.2- Insolvência.....	17
2.1.3- Incumprimento Financeiro.....	17
2.2- Determinantes do <i>Distress</i> Financeiro	17
2.2.1- Fatores Internos.....	18
2.2.1.1- Informação Contabilística Pertinente.....	19
2.2.1.1.1 – Liquidez.....	20
2.2.1.1.2 – Rentabilidade.....	20
2.2.1.1.3- Dimensão	21
2.2.1.1.4 – Alavancagem.....	21
2.2.2- Fatores Macroeconómicos	22
2.2.3- Fatores de <i>Governance</i>	22
2.3- Consequências do <i>Distress</i> Financeiro	24
2.4- <i>Distress</i> Financeiro e Falência no Setor do Turismo no Mundo.....	26
2.5- Reorganização e Reviravolta	26
2.6- Reestruturação da Sociedade	27
2.6.1- Dificuldades Financeiras e Falência no Mundo.....	27
2.6.2- Chapter Eleven.....	29
2.6.3- Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE)	30
2.6.4- Plano Especial de Revitalização (PER)	31
2.6.4.1- Definição, Objetivos, Finalidade e Requerimentos	32
2.6.4.2- Processo Subsequente, Modalidades e Efeitos do PER	33
2.6.4.3- Medidas Contempladas no Plano de Recuperação	34
2.6.4.4- Conclusão das Negociações para Aprovação de um Plano de Recuperação com vista á Revitalização da Empresa.....	34
2.6.4.5- Conclusão do Processo Negocial sem Aprovação do PER.....	35

2.6.4.6-Homologação de Acordos Extrajudiciais de Recuperação da Empresa.....	36
CAPÍTULO 3. METODOLOGIA.....	36
3.1 – Hipóteses de Investigação.....	36
3.2 – Base de Dados e Amostra.....	38
3.3 – Seleção das Variáveis Dependentes e Independentes.....	40
3.4 – Estimação do Modelo.....	42
CAPÍTULO 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO	43
4.1 – Estatísticas por Região	44
4.2 – Aplicação do <i>Winsorizing</i>	45
4.3 –Estatísticas Descritivas.....	46
4.4 – Matriz de Correlação.....	47
4.5 – Estimação do Modelo <i>Logit</i>	49
4.5.1 – Estimação do Modelo <i>Logit</i> com Base na Informação de N-1 – Modelo 1	49
4.5.2 – Estimação do Modelo <i>Logit</i> com Base na Informação de N-2 – Modelo 2	51
4.5.3 – Estimação do Modelo <i>Logit</i> com Base na Informação de N-3 – Modelo 3	53
4.6 – Discussão dos Resultados	54
CAPÍTULO 5. CONCLUSÃO.....	57
5.1 – Notas Finais.....	57
5.2 – Limitações.....	57
5.3 – Contribuições Futuras	58
BIBLIOGRAFIA	59

ÍNDICE DE FIGURAS

	Página
Figura 4.1 - Análise às Regiões das Empresas PER e não PER.....	44

ÍNDICE DE TABELAS

	Página
Tabela 2.1 – Sinais de alguns Rácios Relativos ao <i>Distress</i> Financeiro.....	20
Tabela 3.1 - Código NACE do Setor do Turismo	39
Tabela 3.2 - Variáveis Económico-Financeiras a Considerar no Modelo e Respetivo Sinal Esperado.....	41
Tabela 3.3 - Variáveis Macroeconómicas a Considerar no Modelo	42
Tabela 4.1 – Estatísticas Descritivas das Empresas PER e não PER	46
Tabela 4.2 - Matriz de Correlação entre as Variáveis Económico-Financeiras e as Variáveis Macroeconómicas	48
Tabela 4.3 - Testes de Diagnóstico - Modelo 1	49
Tabela 4.4 - Output - Modelo 1	50
Tabela 4.5 - Testes de Diagnóstico - Modelo 2	51
Tabela 4.6 - Output - Modelo 2	52
Tabela 4.7 - Testes de Diagnóstico - Modelo 3	53
Tabela 4.8 - Output - Modelo 3	54
Tabela 4.9 - Análise aos Sinais Obtidos no Estudo das Variáveis Consideradas em Análise.....	55

LISTA DE ABREVIATURAS

AJP	Administrador Judicial Provisório
CEO	Chief Executive Officer
CIRE	Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas
COVID-19	SARS-CoV-2
DIP Financing	Debtor-in-possession
EUA	Estados Unidos da América
LC	Ley Concursal
LG	Liquidez Geral
NACE	Classificação Estatística das Atividades Económicas na Comunidade Europeia
PER	Plano Especial de Revitalização
PIB	Produto Interno Bruto
PME	Pequenas e Médias Empresas
SABI	System for Analyzing Iberian Balance Sheets
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences

CAPÍTULO 1. INTRODUÇÃO

A gigantesca competitividade existente no mercado económico, torna urgente dotar os gestores de princípios rigorosos, por forma a melhorarem a tomada de decisões. A gestão rigorosa das organizações minimiza a probabilidade destas entidades se sujeitarem a processos de *distress* financeiro. Existem várias definições de *distress* financeiro tais como, a falência, a insolvência e o incumprimento financeiro. Todos estes conceitos, apesar de muitas vezes serem utilizados como sinónimos, têm significados distintos (Habib *et al.*, 2020 e Altman e Hotchkiss, 2006).

De acordo com Levratto (2013) é necessária uma decisão por parte do tribunal judicial para que uma empresa seja considerada insolvente. Dentro destas situações, é possível distinguir empresas que se apresentam em bom estado de empresas com desequilíbrios estruturais e financeiros. A decisão de insolvência decretada por um tribunal significa que a empresa não possui capacidade financeira para cobrir as suas dívidas correntes (Habib *et al.*, 2020 e Levratto, 2013).

Existe uma vasta corrente da literatura que desenvolve modelos de previsão de falência, que permitem às empresas observarem indicadores que lhes transmitam situações de perigo. Estudos como os de Altman (1968) e Beaver (1966) foram os grandes pioneiros na investigação sobre modelos de falência. A maioria dos modelos hoje analisados são modelos de regressão logística, nomeadamente representados através dos modelos *logit* e *probit*.

Esta dissertação insere-se nesta corrente de investigação ao analisar os determinantes das empresas que, estando em forte *distress* financeiro, conseguem aprovar um Processo Especial de Revitalização (PER). Este PER surge em Portugal na sequência de uma alteração do código de falência e permite ao devedor ter tempo para recuperar a empresa através da suspensão de qualquer ação por parte dos credores. Importa referir que este tema representa uma novidade na literatura uma vez que não foram identificados estudos anteriores que investiguem este assunto em particular. A revisão da literatura identificou temas relacionados, nomeadamente modelos de previsão de falência em empresas industriais e do setor financeiro, entre empresas familiares e não familiares ou determinantes de *distress* financeiro em vários setores.

Este trabalho investiga os determinantes da entrada em PER nas empresas do setor do turismo português para o período compreendido entre 2014-2022. O principal objetivo

é identificar os indicadores que demonstram a predisposição das empresas em estudo aderirem ao PER em comparação com empresas que não recorreram ao PER. Em particular, é estimado um modelo *logit* em que a variável dependente assume o caráter binário: empresas PER assumem o valor 1 e empresas não PER assumem o valor 0. As variáveis independentes são constituídas por rácios contabilísticos que servem de proxy para a rentabilidade, dimensão, liquidez e alavancagem da empresa e indicadores macroeconómicos. Os dados contabilísticos para as empresas PER e não PER foram obtidos através das bases de dados ORBIS e SABI. A informação contabilística é referente aos três anos anteriores à classificação das empresas nos referidos grupos.

As variáveis independentes testadas nos modelos desta dissertação são identificadas com base na literatura que investiga as diferenças entre empresas considerando diferentes níveis de *distress* financeiro. Uma das principais conclusões destes estudos é que a informação contabilística das empresas, no período anterior aos eventos de *distress* financeiro em estudo, é relevante para se estimar a probabilidade de as mesmas incorrerem em tais cenários. Por exemplo, Beaver (1966) sugere que os rácios baseados nos Fluxos de Caixa apresentam maior capacidade para distinguir empresas falidas de empresas não falidas. Altman (1968) contribui para esta discussão ao identificar rácios de liquidez, rentabilidade, autonomia financeira e de solvabilidade como particularmente eficientes na identificação de empresas com maior probabilidade de falirem. Mais recentemente, os estudos (e.g., Liou e Smith, 2007) identificam alguns indicadores macroeconómicos como relevantes neste contexto. Desta forma, este trabalho testa também alguns fatores macroeconómicos (e.g., Taxa de Crescimento do PIB e a Taxa de Juro) como potenciais determinantes das empresas em *financial distress* aderirem ao PER.

A estimação dos modelos *logit* desta dissertação é feita com base em vários rácios contabilísticos que servem de proxy para a rentabilidade, dimensão, liquidez e alavancagem das empresas assim como outros indicadores macroeconómicos. Importa referir que a correlação entre as variáveis independentes foi tida em conta para evitar problemas na estimação dos modelos, *i.e.*, não foram estimados modelos em que as variáveis independentes apresentem fortes níveis de correlação. A validação estatística dos modelos é efetuada com base no teste de Omnibus, no teste de Hosmer-Lemeshow, no coeficiente de determinação e na capacidade preditiva do modelo. A amostra final correspondente ao ano anterior ao evento (data de aprovação do PER no caso das

empresas PER e data do status na ORBIS no caso das empresas não PER) é de 114 empresas que estão distribuídas em 24 empresas não PER e 90 empresas PER. No segundo ano anterior ao evento a amostra é de 158 empresas, sendo que dessas 66 são empresas não PER e 92 são empresas PER. Já no terceiro ano anterior ao evento a amostra totalizava 167 empresas das quais 89 empresas não PER e 78 empresas PER.

Os resultados desta dissertação sugerem que, um ano antes do evento (N-1), apenas a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) apresenta uma relação estatisticamente significativa com a probabilidade de a empresa em *distress* financeiro entrar em PER. O sinal positivo e estatisticamente significativo desta relação sugere que quanto maior é a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) maior é a probabilidade de a empresa entrar numa situação de PER. As restantes variáveis independentes construídas com base na informação contabilística (N-1) revelam-se não significativas no estudo dos determinantes de uma empresa do setor do turismo entrar em PER. Desta forma, a rentabilidade, dimensão, liquidez e alavancagem das empresas do turismo no ano anterior ao evento não explicam a probabilidade de as mesmas entrarem em PER. Estes resultados são materialmente semelhantes aos verificados para os modelos que utilizam a informação referente a dois anos antes do evento (N-2). Já no Modelo elaborado com dados estatísticos referentes ao terceiro ano antes do evento, é possível verificar que os rácios EBITDAV (EBITDA / Vendas) e ROA (Resultado Líquido / Total de Ativos) passam a assumir valores estatisticamente significativos. Sendo ambos relacionados à rentabilidade, deve ser tido em conta que o EBITDAV sendo o mais significativo dos dois, assume a maior relevância na decisão de concluir que quanto menor a rentabilidade da empresa maior será a probabilidade de a empresa iniciar um processo de PER.

Relativamente às variáveis de liquidez, alavancagem e dimensão, as mesmas não apresentam uma associação significativa para a explicação do evento em estudo. Importa referir que os modelos estimados apresentam uma boa capacidade preditiva. De acordo com os resultados obtidos, estes modelos apresentam uma capacidade explicativa de 83,3%, 75,3% e 69,5% respetivamente para os anos N-1, N-2 e N-3 anteriores ao evento.

A estrutura desta dissertação baseia-se em 5 capítulos. Para além desta introdução o capítulo dois apresenta uma breve revisão da literatura, onde são abordados temas como, o *distress* financeiro e seus respetivos determinantes, fatores macroeconómicos e fatores de *governance*. Também são apresentadas as consequências do *distress* financeiro e

avaliado o seu conceito juntamente com o da falência no setor do turismo no mundo. É ainda mencionada a reorganização e reviravolta das empresas tal como a própria reestruturação da sociedade. Por fim, este capítulo vai explicar o conceito do *Chapter Eleven* e do Processo Especial de Revitalização (PER). No capítulo três é apresentada a metodologia utilizada na dissertação tal como as hipóteses de investigação, as bases de dados e as amostras utilizadas, a forma de seleção das variáveis dependentes e independentes e a estimação do modelo. No capítulo quatro são analisados os resultados obtidos com os vários modelos, nomeadamente a aplicação da técnica do *winsorizing* e as respetivas estatísticas descritivas, o T-Test e o Mann-Whitney U Test, assim como a matriz de correlação do modelo. Os resultados dos modelos serão ainda analisados neste capítulo. Para finalizar, o último capítulo irá sugerir uma breve conclusão á análise dos três modelos obtidos, assim como as respetivas limitações e perspectivas de contribuições futuras.

CAPÍTULO 2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1- *Distress* Financeiro

A gigantesca competitividade e diversidade do ambiente económico, torna urgente dotar os gestores de princípios rigorosos e exigentes, de maneira que a gestão das suas empresas seja mais eficaz. Atualmente é consensual que as decisões tomadas pela gestão são a principal causa de alterações financeiras significativas nas empresas. Existem várias razões que podem levar as empresas aos mais variadíssimos cenários de forte *distress* financeiro, tais como, a entrada em novos mercados, a reestruturação da própria economia, a perda de capital, a incapacidade em assegurá-lo, o endividamento ou problemas com credores são algumas dessas razões. Voda, Dobrota, Tirca, Dumitrascu e Dobrota (2021), sugerem que o aumento do custo do capital e a menor probabilidade de obter financiamento externo leva a uma maior predisposição dos gestores em assumirem riscos (Edwards, Schwab e Shevlin, 2013).

Não é simples abordar o conceito de *distress* financeiro sem referir quatro noções importantes, tais como: a falência, a insolvência e o incumprimento financeiro. Estes conceitos aparentam ser muito idênticos, mas denotam algumas diferenças entre eles (Habib *et al.*, 2020 e Altman e Hotchkiss, 2006).

2.1.1- Falência

Altman e Hotchkiss (2006) identificam dois tipos de falência. O primeiro tipo é representado pelo património líquido da empresa, enquanto o segundo faz-se notar por uma declaração de falência em conjunto com um pedido de liquidação ou recuperação emitidos pelo tribunal. Ross, Westerfield e Jaffe (1999) defendem que não existem dois tipos de falência, mas sim três. Na falência legal a empresa apresenta-se em tribunal de modo a obter uma declaração de falência, enquanto na falência técnica as empresas não conseguem fazer face a contratos pré-estabelecidos, confirmando o intitulado na falência contabilística que significa que, nas suas contas, a empresa exhibe um património líquido contabilístico negativo.

Em síntese, uma empresa em falência trará consequências negativas para os seus investidores, para os seus colaboradores, e para a própria sociedade, que ao perder um agente económico necessita de reequilibrar-se (Ihua, 2009). Importa ainda referir que as empresas de menor dimensão estão mais expostas a possíveis cenários de falência. Este

facto deriva da dificuldade sentida em obter financiamento bancário ou da própria insuficiência financeira (Ropega, 2011). Para além dos tipos de falência identificados, existem causas que estão associadas à falência, subdividindo-se em:

- a) **Causas Externas:** Associadas ao ambiente geral e a fatores económicos, tecnológicos, políticos e sociais;
- b) **Causas Internas:** Diretamente relacionadas com a gestão e políticas adotadas pela empresa (Ooghe e Sofie, 2006).

2.1.2- Insolvência

Levratto (2013) defende que é necessária uma decisão judicial para que uma empresa seja considerada insolvente. Através da declaração de insolvência, é possível distinguir empresas financeiramente bem estabelecidas e empresas que apresentem desequilíbrios estruturais e financeiros. Desta forma, de acordo com Habib *et al.*, (2020) e Levratto (2013), a empresa ser considerada insolvente significa que não possui capacidade financeira para solver as suas dívidas correntes. Assim, quando os ativos de uma empresa são inferiores aos seus passivos, existe a probabilidade de ocorrerem processos de insolvência, relacionados com a falta de liquidez das empresas (Altman e Hotchkiss, 2006).

2.1.3- Incumprimento Financeiro

Segundo Altman e Hotchkiss (2006), quando uma empresa não cumpre as suas obrigações, como por exemplo, o vencimento de um empréstimo, declara-se que a mesma incorre em incumprimento financeiro. O incumprimento poderá ser jurídico quando a empresa viola alguma condição contratualizada, enquanto o incumprimento técnico-legal decorre da falha de pagamento de empréstimos (Habib *et al.*, 2020).

2.2- Determinantes do *Distress* Financeiro

Os fatores internos da empresa, os fatores macroeconómicos e os fatores de *governance* são os principais determinantes do *distress* financeiro. Para existir uma análise completa é necessário que se analisem os três conjuntamente de forma a obter conhecimentos mais abrangentes das empresas (Habib *et al.*, 2020).

2.2.1- Fatores Internos

Existem vários estudos que identificam a fraca capacidade de gestão como a maior causa de *distress* financeiro independentemente da dimensão da empresa (Argenti, 1976). Por exemplo, as relações laborais, as diferenças entre os lucros contabilísticos e fiscais, a existência de administradores majoritários, a forma de gestão das empresas familiares e o forte efeito que podem ter os acionistas com grande influência política são alguns dos fatores identificados na literatura.

Kane, Velury e Ruf (2005) sugerem que as empresas que demonstram boas relações laborais apresentam um menor risco de *distress* financeiro. Esse benefício é verificado quando existem alguns obstáculos que, devido a essas relações, tornam possível haver uma negociação temporária dos salários dos colaboradores. Existe também evidência de que as diferenças entre o lucro contabilístico e o lucro fiscal ajudam a evidenciar as empresas mais propensas ao risco de falência. As desigualdades apresentadas podem ocorrer por razões legais como a presença de diferentes sistemas de declaração de rendimentos e o bom planejamento fiscal ou por razões ilegais tais como a manipulação de demonstrações financeiras e a evasão fiscal (Noga e Schnader, 2013).

As empresas familiares são também apontadas como mais propensas a problemas de *financial distress*. De facto, os membros destas empresas familiares regem-se por objetivos não económicos, como por exemplo a ligação emocional (Gomez-Mejia, Cruz, Berrone e De Castro, 2011). O objetivo deste tipo de empresas está normalmente focado na sobrevivência a longo prazo ao invés da maximização do lucro a curto prazo, uma vez que a ligação emocional acarreta implicações como a preservação do negócio para todas as gerações (Berrone, Cruz e Gomez-Mejia, 2012 e Anderson e Reeb, 2003). Neste contexto, a evidência sugere que as empresas que detêm maioria dos membros da administração como familiares, podem ver a sua sobrevivência afetada negativamente (Le Breton-Miller, Miller e Lester, 2011). Por outro lado, existe também um conjunto de artigos que defendem que, quando existem acionistas com alguma influência política, podem persuadir as concessões de crédito por parte dos bancos (e.g., Houston, Jiang, Lin e Ma, 2014 e Faccio, Masulis e McConnell, 2006).

2.2.1.1- Informação Contabilística Pertinente

Existe um conjunto alargado de artigos que investiga a relação entre a informação contabilística das empresas e os níveis de financial *distress*. Muitos destes estudos dedicam-se à estimação de modelos de previsão de falência com o objetivo de utilizar informação contabilística atual para estimar probabilidades de falência. Beaver (1966) afirma que, para que seja possível prever de forma mais eficaz a insolvência, a seleção dos determinantes a analisar deve ser exigente e completa. Os rácios baseados nos fluxos de caixa apresentam maior eficácia para distinguir empresas falidas de empresas não falidas. Segundo este estudo, os rácios de rentabilidade e de liquidez são os que permitem estudar melhor a relação entre a informação contabilística e situações de falência.

Altman (1968) contribui para esta discussão ao identificar a liquidez, rentabilidade, autonomia financeira, solvabilidade e a atividade da empresa como as variáveis financeiras mais importantes na previsão de falências futuras. Sharma e Mahajan (1980) e Altman (1968) sugerem que os rácios de rentabilidade e estabilidade das empresas são os mais importantes em cenários de falência. Para Dimitras, Zanakis e Zopounidis (1996), os rácios de liquidez são os mais importantes para estimar a previsão de falência.

A Tabela 2.1 resume alguns dos determinantes contabilísticos analisados por diversos autores na relação entre a informação contabilística e o financial *distress*, identificando os sinais obtidos nessa relação. Estes determinantes baseiam-se em rácios contabilísticos das empresas e estão divididos em 4 categorias: dimensão, liquidez, alavancagem e rentabilidade.

Tabela 2.1 – Sinais de alguns rácios relativos ao *distress* financeiro

Determinantes	Variável	Rácio	Sinal	Autores
Liquidez	FMAT	$\frac{\text{Fundo Maneio}}{\text{Ativo Total}}$	-	Pacheco, Rosa e Tavares (2019) Khurshid (2013) Altman e Sabato (2007)
	CFV	$\frac{\text{Cash} - \text{Flow}}{\text{Vendas}}$	-	Thim, Choong e Nee (2011) Westgaard e Wijst (2001)
	LG	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	-	Isayas (2021) Nahar (2006)
Rentabilidade	EBITDAV	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Vendas}}$	-	Pacheco <i>et al.</i> , (2019) Ohlson (1980)
	ROA	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total de Ativo}}$	-	Isayas (2021) Pacheco <i>et al.</i> , (2019)
	ML (Margem de Lucro)	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$	-	Isayas (2021) e Khurshid (2013)
Dimensão	Dimensão	Logaritmo (Total Ativos)	-	Isayas (2021) Westgaard e Wijst (2001) Honjo (2000)
	Colaboradores	Nº de Colaboradores	-	Pacheco <i>et al.</i> , (2019)
Alavancagem	TPTA	$\frac{\text{Total do Passivo}}{\text{Total do Ativo}}$	-	Khurshid (2013)
			+	Isayas (2021) Gathecha (2016) Chancharat (2008)

Fonte: Elaboração com base na literatura

2.2.1.1.1 – Liquidez

Os rácios de liquidez analisam se a empresa está apta a cumprir as suas obrigações a curto prazo, sendo por isso de extrema importância analisar. Por outras palavras, o risco de liquidez é quando um devedor pode entrar em *default*, deixando de conseguir fazer face às dívidas em tempo útil (Westgaard e Wijst, 2001). A maioria dos artigos que investigam a relação entre a liquidez das empresas e os níveis de *financial distress* sugerem que existe uma relação negativa entre estas duas dimensões, ou seja, quanto maior é a liquidez, menor é a probabilidade de a empresa entrar em *financial distress* (Thim *et al.*, 2011; Altman e Sabato, 2007 e, 2006). Gathecha (2016) e Kristanti, Rahayu e Huda (2016) fazem parte do grupo de autores que apresentam uma relação positiva entre estas variáveis.

2.2.1.1.2 – Rentabilidade

A Rentabilidade indica se a empresa consegue gerar lucros suficientes tendo por base as vendas e os seus ativos. A empresa diz-se rentável quando o seu nível de rendimentos reportados é superior aos gastos de um determinado período. Apesar da importância da rentabilidade da empresa, em casos em que a Taxa de Crescimento não acompanha a Taxa

de Retorno, pode significar uma desadequação do fluxo de receitas da empresa de forma a fazer face a todos os gastos. Deste modo, a rentabilidade de uma empresa deve apresentar valores superiores à sua Taxa de Crescimento (Isayas, 2021).

Os estudos que investigam a relação entre a rentabilidade e o nível de *distress* financeiro (Khurshid, 2013; Campbell e Viceira, 2005; Lo, 1986 e Ohlson, 1980) sugerem uma relação negativa entre estas variáveis, ou seja, quanto menor a rentabilidade maior é a probabilidade de *distress* financeiro apresentado pelas empresas. Este cenário é típico em situações de falência nas empresas.

2.2.1.1.3- Dimensão

O tamanho da empresa constitui um determinante adicional para identificar cenários de *distress* financeiro. Por exemplo, Honjo (2000) salienta que as pequenas empresas apresentam uma maior probabilidade de falência comparativamente a grandes empresas. Esta situação é sugerida pela pouca experiência demonstrada por empresas de menor dimensão, que apresentam carência de conexões e recursos a financiamentos. Esta ideia é corroborada por Isayas (2021) e Freixas, Parigi e Rochet (2000) ao identificarem uma relação negativa entre a dimensão da empresa e a probabilidade de falência. Para além de determinar a dimensão da empresa também é importante analisar de que forma o número de colaboradores contribui para a explicação do *distress* financeiro, onde para os autores Pacheco *et al.*, (2019) existe uma associação negativa entre o número de colaboradores e o *distress* financeiro.

2.2.1.1.4 – Alavancagem

A análise da alavancagem permite investigar a quantidade e peso da dívida da empresa. Normalmente as empresas que apresentam *distress* financeiro são mais propensas a pagamentos de taxas de juros altas e a grandes cargas de dívida. Quando uma empresa pede financiamentos bancários, acaba por pagar o valor emprestado e juros a ele associados (Isayas, 2021). Os estudos que investigam a relação entre a alavancagem e o *distress* financeiro (e.g., Gathecha, 2016; Chancharat, 2008), sugerem uma relação positiva, ou seja, quanto maior a alavancagem maior a probabilidade de *distress* financeiro. Pelo contrário Khurshid (2013) sugere que exista uma relação negativa entre a alavancagem e o *distress* financeiro.

2.2.2- Fatores Macroeconómicos

A evidência aponta para que, em períodos de recessão económica, o risco de *distress* financeiro aumenta, não só pelas alterações sentidas nas vendas, como também nos fluxos de caixa, que se refletem na rentabilidade do negócio (Liou e Smith, 2007). O ambiente empresarial é consequentemente afetado de acordo com as taxas de inflação, taxas de juro, taxas de desemprego, na disponibilidade do crédito e nas políticas monetárias. Existem mesmo artigos que identificam os fatores macroeconómicos como os que mais contribuem para as oscilações sentidas pelas empresas (Bonsall, Bozanic e Fischer, 2013 e Chordia e Shivakumar, 2005).

A maioria das empresas comporta-se de forma bastante previsível durante períodos de recessão e expansão económica. Apesar disto, existe a crença de que as empresas que apresentam estruturas equilibradas em períodos de expansão, podem ficar em *distress* financeiro em períodos de recessão ou até manterem-se estáveis ainda que com menor grau de viabilidade económica. Contrariamente, empresas que apresentam *distress* financeiro em períodos de expansão, são mais propensas a cenários de falência em períodos de recessão (Aldamen, Duncan, Kelly, McNamara e Nagel, 2012).

As pequenas e médias empresas (PME's) estão particularmente sujeitas a esta dinâmica macroeconómica uma vez que recorrem em grande maioria aos empréstimos bancários, como fonte de financiamento externo. A presença de ambientes económicos menos favoráveis é particularmente sensível nas PMEs por força da sua maior dependência de crédito bancário. Por exemplo, existe evidência de que a crise financeira sentida no período de 2008-2009 levou os bancos a adotar uma política de crédito mais restritiva, o que dificultou a sobrevivência de muitas PMEs (Gupta, Barzotto e Khorasgani, 2018).

2.2.3- Fatores de *Governance*

Em regra, a *governance* empresarial apresenta mecanismos protetores para os acionistas, minimizando a probabilidade de os gestores tomarem decisões em seu próprio benefício (Shleifer e Vishny, 1997).

O desempenho operacional das empresas está intimamente ligado à *governance* empresarial. Adams e Ferreira (2009), sugerem que as empresas com conselhos de administração mais diversificados, contendo maioritariamente membros do género feminino, apresentam menor probabilidade de falência. Desta forma, existe uma

correlação positiva entre a diversificação dos géneros nos conselhos de administração e o desempenho operacional. Existe ainda evidência de que empresas com maiores conselhos de administração, podem reduzir significativamente as suas probabilidades de falência (Eisenberg, Sundgren e Wells, 1998; Yermack, 1996 e Jensen, 1993). Com conselhos de administração maiores, a rede de contactos aumenta, permitindo um conhecimento e experiência mais especializados. No entanto, para empresas com menores dimensões, não são aconselhados conselhos de administração maiores por estarem omissos de eficácia, honestidade e coordenação (Darrat, Gray, Park e Wu, 2016).

Para alguns autores a existência de administradores, detentores maioritários das ações da empresa, faz com que a tomada de decisões possa reduzir a probabilidade de falência (Miglaní, Ahmed e Henry, 2015; Parker, Peters e Turetsky, 2002; Elloumi e Gueyie, 2001 e Gilson, 1990). No entanto, esta ideia não é consensual uma vez que existem artigos que apontam na direção contrária, ou seja, o facto de ser maioritário, pode levar a que sejam tomadas decisões impróprias ou em benefício próprio, sem olhar para os problemas subjacentes às decisões tomadas (Lee e Yeh, 2004; Johnson, Boone, Breach e Friedman, 2000; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny, 2000). Por outro lado, estudos como o de Adams, Almeida e Ferreira (2005) e Elloumi e Gueyie (2001), acrescentam que subsiste uma relação negativa entre o poder do CEO e o desempenho operacional. Esta relação deve-se a CEO's mais empoderados que, por norma, detêm mais ações na empresa e podem afetar negativamente os seus resultados e desempenho.

As PME's, quando comparadas com empresas de grande dimensão, tendem a ser mais propensas ao *distress* financeiro e conseqüentemente à falência devido ao tipo de responsabilidades que apresentam. Assim, as PME's apresentam menor probabilidade de sobrevivência, pois são menos diversificadas e, deste modo, não podem beneficiar dos efeitos de escala não controlando o seu risco adequadamente (Geroski, Mata e Portugal, 2010 e Hannan e Freeman, 1984).

Para Jensen (1993), existem regras para que os conselhos se tornem um mecanismo de controlo eficaz nas empresas. A cultura dos conselhos de administração deve ser adaptada para retratar a debilidade e a veracidade da empresa. Desta forma, os Diretores Executivos (CEO's) têm menor probabilidade de controlar o conselho. Seguidamente, os membros dos conselhos de administração devem ter livre acesso a todas as informações consideradas relevantes para o bom funcionamento da empresa. Assim, o CEO não deve

restringir a informação partilhada para com os membros dos conselhos, que devem apresentar destreza necessária para avaliar toda a informação. As responsabilidades legais devem ser modificadas para que os diretores tenham incentivos para a tomada de decisões que acrescentem valor à empresa e, para que não reduzam os riscos de litígio. Por forma a promover o máximo valor aos accionistas, a direção e os membros dos conselhos de administração devem ser detentores de participações significativas na empresa.

Não é aconselhável a administração apresentar um número de membros superiores a oito, por forma a funcionarem eficazmente e a não serem controlados apenas pelo CEO. Deve ser também considerado que, o Presidente do Conselho de Administração e o CEO não devem ser a mesma pessoa. Por fim, entre outras medidas, o papel dos investidores que apresentem dívidas elevadas ou posições de capital na empresa e pretendem ter participação ativa na direção estratégica, deve ser maior (Simpson e Gleason, 1999).

2.3- Consequências do *Distress* Financeiro

De acordo com Edwards *et al.*, (2013), as empresas que apresentam *distress* financeiro enfrentam várias consequências. As mais notórias representam-se pelo aumento nos custos de capital, menor acesso a fontes de financiamento externo e uma predisposição maior por parte dos gerentes a assumirem riscos. Empresas em *distress* financeiro podem estar sujeitas a perdas de reputação, tendo assim maior pressão política. Quando existe uma necessidade extrema de obter rendimentos líquidos, a empresa não tem outra opção se não a adoção de decisões com maior risco, tornando-se fiscalmente mais hostil, apesar dos efeitos que podem vir a sentir quanto à sua reputação. Assim, estratégias que antes não eram viáveis, passam a ser o caminho mais plausível, à medida que aumentam os benefícios potenciais de evasão fiscal. Para não entrarem em incumprimento perante bancos e credores, as empresas tendem a modificar as suas normas contabilísticas por forma a aumentar temporariamente os lucros operacionais (Richardson, Lanis e Taylor, 2015 e Richardson, Taylor e Lanis, 2015).

Os relatórios financeiros das empresas são a principal fonte de divulgação de informação para os acionistas, pois espelham o desempenho dos gestores (Sloan, 2001). É de extrema importância a transparência na apresentação dos relatórios financeiros, pois funciona como um alerta precoce, sobre um eventual problema que possa surgir (Habib *et al.*, 2020). De acordo com os estudos analisados por Habib *et al.*, (2020), verificou-se que os auditores externos avaliam os riscos comerciais mais elevados para as empresas em

distress financeiro e, conseqüentemente, emitem pareceres de auditoria modificados. Existem conseqüências operacionais sentidas perante as decisões de empresas que se encontram em dificuldades, relativamente ao ajustamento do crédito comercial ou a negociação de créditos e a evasão fiscal. Como forma de ultrapassar o *distress* financeiro, a empresa pode optar pelo planeamento fiscal. Empresas em dificuldades tentam evitar os impostos para desviar dinheiro do governo para as empresas, ainda que exista evidência contrária que aponta para um possível cenário de evasão fiscal (Habib *et al.*, 2020).

O *distress* financeiro tem também conseqüências ao nível da dinâmica dos mercados de capitais. Entre estas conseqüências, é possível evidenciar os ajustamentos de dividendos e a capacidade de explicação do risco de dificuldades perante anomalias contabilísticas e de mercado. Neste contexto, é possível que as empresas em *distress* financeiro prolongado, assinem acordos de dívida vinculativos e ajustem os seus pagamentos pois são um instrumento muitas vezes utilizado para violar acordos (Giroux e Wiggins, 1984). Empresas com problemas nos fluxos de caixa, começam a reduzir os créditos comerciais aos seus clientes, o que é evidenciado em indústrias mais concentradas, onde as empresas têm maior poder de mercado. No entanto, essas empresas apresentam uma queda adicional entre os 13% e os 20% nas vendas, o que poderá desencadear mais dificuldades no futuro (Habib *et al.*, 2020).

Em suma, quando um negócio falha, existe sempre um impacto sentido por todos os intervenientes. As empresas em *distress* financeiro geram perdas económicas quer para acionistas quer para credores. Para além disso, sobrecarregam o país com custos sociais e económicos adicionais (Camacho-Miñano, Segovia-Vargas e Pascual-Ezama, 2015). Entre as conseqüências associadas ao *distress* financeiro, salientam-se a perda de investimentos de capital pelos empresários, de empregos e a carência de um meio de produção e distribuição por parte da sociedade. Existem também uma perda de receitas por parte do governo, as quais seriam obtidas através da cobrança de impostos e dos padrões de vida dos indivíduos que acabam por reduzir a sua qualidade, provocando a privação de alguns bens e serviços (Ihua, 2009).

2.4- Distress Financeiro e Falência no Setor do Turismo no Mundo

De acordo com Neufeld (2020), o setor do Turismo foi dos que mais contribuiu para o Produto Interno Bruto (PIB) apresentado por diversos países, nomeadamente os Estados Unidos da América, a China, o Japão, a Alemanha, a Itália, o Reino Unido, a França, a Espanha, o México e a Índia. Para além disso, o PIB é um dos indicadores que mais influencia a redução das taxas de desemprego (WTTC, 2020a; WTTC, 2020c).

Com a COVID-19, este cenário sofreu uma reviravolta em meados de dezembro de 2019, sendo associado a impactos negativos sentidos por todos os setores, com especial relevo no setor do Turismo (Liu, Han, Liu, Lv, Wu, Liu e Zhu, 2020). De acordo com UNWTO (2020a) foram sentidas várias consequências associadas à COVID-19 devido ao fecho de várias fronteiras para que a propagação do vírus fosse rapidamente controlada. Desta forma foi sentido um forte declínio na procura global e uma redução no volume de negócios do sector do Turismo em mais de 50% no primeiro trimestre de 2020. Esta quebra de atividade está relacionada com as imensas restrições entre viagens, eventos, feiras, congressos e a grande paralisação do turismo, fazendo tremer a liquidez das empresas (Wieprow e Agnieszka, 2021). Com a segunda vaga da pandemia, o risco de falência foi um tema com maior predominância nas empresas do setor do Turismo. Perante cenários de falência apresentados, o governo e as próprias empresas apresentaram graves prejuízos, o que tornou mais dispendioso o desenvolvimento económico (Li, Chang e Sun, 2013). Importa referir que o setor do turismo é bastante vulnerável, uma vez que está associado a estruturas de custos fixos normalmente elevadas (Wieprow e Agnieszka, 2021).

2.5- Reorganização e Reviravolta

A reviravolta empresarial pode fazer-se notar através da recuperação do desempenho económico após um cenário de declínio numa empresa. Uma empresa para apresentar uma recuperação aceitável, pode apenas obter um desempenho económico admissível para os seus intervenientes. Por outro lado, a empresa pode apresentar uma recuperação bastante positiva, elevando a sua posição a nível de mercado. Nos vários estudos feitos à relevância da recuperação das empresas, concluiu-se que de entre as empresas que diminuem o seu desempenho, a maioria permanece em situação de falha ao invés de apresentarem uma situação de recuperação (Balgobin e Pandit, 2001 e Pandit, 2000). A

“morte” de uma empresa não deriva especificamente de uma crise empresarial, pois pode ser essa uma oportunidade para a empresa recomeçar e reestruturar-se de forma a transformar o seu sistema, anteriormente defeituoso (Carmeli e Schaubroeck, 2008). Desta forma, tal como mencionado por McGrath (1999), empresas em cenários de falência podem visualizar essa situação como uma fonte de criação de valor empresarial.

2.6- Reestruturação da Sociedade

2.6.1- Dificuldades Financeiras e Falência no Mundo

Perante uma declaração de falência por parte de um juiz, é inicializado o processo, seguido de um período de análise da situação económico-financeira da empresa. Em Espanha a Lei das Falências (*Ley Concursal*) LC 22/2003 de 9 de julho, com entrada em vigor em 2004 é a lei que rege o procedimento de falências. A LC baseia-se num único processo judicial que restringe se as empresas se encontram aptas para um posterior acordo de continuidade, reorganização ou liquidação. Em Espanha, uma empresa que apresente dificuldades financeiras pode ser reorganizada de duas maneiras. A primeira forma é denominada de *prebankruptcy* onde a empresa previne a entrada em processo de falência ao negociar voluntariamente um acordo de reorganização com os credores. Outra forma de reorganização exige que empresas e credores entrem em processo de falência, onde depois de declarados solventes pelo tribunal, podem negociar os termos da sua reorganização (Camacho-Miñano *et al.*, 2015). Camacho-Miñano *et al.*, (2015), mencionam que, de acordo com o Instituto Nacional de Estatística Espanhola (2010), a regulamentação espanhola referente a falências, iguala a generalidade dos países europeus. Deste modo, visa preservar o maior número de empresas de forma a reduzir o impacto social, económico e financeiro de cenários de insolvência.

Tendo como base os autores Davydenko e Franks (2008) e Franks e Sussman (2005), é possível apresentar algumas das principais diferenças entre os códigos de falência de três países Europeus (França, Alemanha e Reino Unido). Segundo os estudos que abordam esta questão, as grandes diferenças estão relacionadas com os direitos dos credores.

Na Alemanha é através do tribunal que o Estado oferece procedimentos de falência administrativos. Do ponto de vista dos tribunais há um nível intermédio de proteção para com os credores, existindo procedimentos coletivos administrados pelos tribunais às partes que se encontram em falência. Assim um administrador nomeado pelo tribunal,

tem a função de supervisionar a empresa falida e delinear um plano de reorganização. Contrariamente ao que acontece na França, os credores garantidos têm autorização para vetar os procedimentos. Assumindo um controlo significativo sobre o processo, o seu avale é necessário para aprovar um plano de reorganização e desta forma os próprios podem suspender automaticamente e durante cerca de três meses os seus créditos. Relativamente às votações maioritárias para a reorganização da empresa são alvo de regras para a sua aprovação. Na inexistência da maioria dos credores garantidos, o plano é reprovado e a empresa deve ser vendida. Tal como na França, a Alemanha também tem uma grande exigência de procedimentos coletivos e supervisão judicial.

Em segundo lugar, na França, em caso de falência, o Estado impõe procedimentos administrativos através dos tribunais, com o propósito de preservar a empresa e manter o emprego. Os tribunais de falência acabam por controlar o processo, incluindo a decisão de liquidação ou preservação da empresa, apesar de não estarem autorizados a vender os ativos da empresa ao proponente que apresentar uma melhor preservação do emprego. Tal como na Alemanha, para a tomada de decisões, tendo em conta os objetivos de manutenção das empresas, preservação do emprego e a satisfação dos créditos dos credores, o tribunal nomeia um administrador que assume o controlo da empresa. Relativamente aos credores, os mesmos assumem um papel reduzido, sendo apenas consultores da empresa. Desta forma, o tribunal dispensa a aprovação dos credores para a determinação do plano de reorganização. Não estão também autorizados a vetar a decisão do administrador, apenas sendo permitido que comuniquem as suas preocupações para com as recomendações não vinculativas de um representante nomeado pelo tribunal. É de relevo salientar que na França são bastante evidentes as exigências de procedimentos coletivos e a supervisão judicial.

Por fim, no Reino Unido, em situações de incumprimento, os credores com garantia apresentam controlo sobre a empresa. Nas pequenas empresas, o processo de liquidação da administração permite aos credores venderem livremente os ativos das empresas. Desta forma, devem assegurar o reembolso dos créditos, sem interferências com os tribunais. Por outro lado, os credores sem garantia não podem participar na venda dos ativos da empresa, pelo que só serão efetuados os pagamentos destes quando os dos credores com garantia estiverem satisfeitos. Neste caso é claro que não há uma grande exigência de procedimentos.

2.6.2- Chapter Eleven

A Comissão Europeia propôs diversas alterações ao quadro de reestruturação e insolvência. Essas alterações enquadram-se em características apresentadas pelo Código de Falência dos Estados Unidos, denominado *Chapter 11*, criado em 1978. Apesar desta versão, existem algumas anteriores que alcançavam resultados semelhantes. Não só a Comissão Europeia como também países por todo o mundo, adotaram este modelo como reforma das suas leis. O objetivo primordial do *Chapter 11*, é fazer com que o devedor obtenha a máxima proteção jurídica enquanto se reorganiza, assim os credores obtêm valor de continuidade ao invés de apenas saldarem as dívidas pendentes utilizando a liquidação.

Desta forma, o *Chapter 11* apresenta características indispensáveis:

- Uma forte permanência das ações do credor na empresa devedora;
- Regime de posse dos devedores, onde existe controlo da empresa devedora por parte da direção que lidera a sua reestruturação;
- Disponibilidade de financiamento superprioritário.

Assim, o papel da pró-reestruturação deste modelo, é evidenciado pela facilidade de acesso do devedor, que por norma apresenta uma petição em tribunal, apesar da mesma não ser necessária para ativar o processo. No *Chapter 11*, a petição apresenta uma moratória mundial relativa aos procedimentos contra o devedor ou o seu património. No caso de os contactos com os EUA serem inexistentes, podem ser inquiridas ações contra o devedor (McCormack e Wan, 2019).

As mudanças no mercado financeiro levaram a que o *Chapter 11* se tornasse mais utilizado nas vendas totais ou parciais dos ativos, em vez da reorganização no sentido tradicional onde acordam um plano de reestruturação. A norma “*debtor in possession*” é refletida pelo *Chapter 11* como uma norma onde a equipa de gestão existente permanece no controlo dos negócios da empresa ao invés de ser transferido esse controlo para um gestor/administrador externo, o que acontece em circunstâncias limitadas. Com as alterações financeiras e as pressões sentidas por parte dos credores, podem advir mudanças nas composições das equipas de gestão. Os credores podem assumir um papel bastante importante durante todo o processo, uma vez que podem participar em acordos de financiamento dos devedores em posseção, o chamado financiamento “DIP”. Apesar deste tipo de financiamento, este regime estatutário pode ser complementado com acordos

contratuais por forma a que os novos fornecedores de financiamento possam influenciar o comportamento do devedor. Esses novos financiamentos podem ser contratualmente condicionados a determinadas ações do devedor, tais como leilões de ativos específicos, num determinado período. Segundo estudos elaborados, cerca de dois terços dos resultados das grandes falências resultam na venda da empresa, em vez de ser elaborado um processo no qual a dívida da empresa é convertida em capital próprio através de um plano de reorganização. Durante o processo do *Chapter 11*, a empresa pode ter diversos caminhos a seguir, tais como ser dividida em vários negócios, diminuir o seu tamanho, alterar a nome, alterar a equipa de gestão e a natureza do negócio, ou a mais comum, ser vendida a diferentes proprietários. (McCormack e Wan, 2019).

2.6.3- Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE)

O CIRE sigla designada por Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas, surgiu na Alemanha, em meados de 1994 e mais tarde, em Portugal em 2004, sendo descrito no Preâmbulo do Decreto-Lei nº 53/2004, de 18 de março, que a sua introdução advinha da inspiração alemã e da reforma do direito falimentar italiano. Essa influência alemã decretava a concessão da máxima autonomia possível aos credores. Apesar desta grande influência alemã, o regime português reflete uma geral tendência europeia. Pelo facto de a situação económica do país exigir soluções orientadas para evitar a liquidação dos agentes económicos, surgiu uma adaptação ao CIRE orientado para a revitalização das empresas, tendo por base um plano de insolvências e recuperação. O objetivo principal deste plano centraliza-se na satisfação dos credores por via da máxima responsabilidade do devedor. Contrariamente, nos EUA o objetivo é orientado para um *fresh start*, da empresa insolvente, que dá proteção ao devedor contra os credores (Oliveira, 2012).

Tendo em conta o descrito no Artigo 1º do CIRE, o processo de insolvência tem como principal objetivo satisfazer os credores através de um plano de insolvência, que visa recuperar as empresas em situação insolvente. Contrariamente, na impossibilidade de um plano de insolvência, a solução visa liquidar o património do devedor que se encontre insolvente e reparti-lo pelos credores. Tal como descrito nos artigos 17º- A e 17º- I do CIRE, a empresa em situação económica difícil ou em insolvência, pode solicitar junto ao tribunal, a instauração do PER. Já tendo em conta os artigos 222º- A a 222º - I, caso seja um devedor de qualquer outra natureza, pode solicitar ao tribunal um acordo especial

de pagamento. É de salientar que, segundo o CIRE, uma empresa é considerada em insolvência quando se encontre impossibilitada de executar as suas obrigações já vencidas (Decreto-Lei nº 53/2004).

Desta forma, o novo CIRE surgiu com o foco em afastar o regime português da lógica tradicional e aproximar-se do plano dos EUA. Existem ainda diversas dúvidas referentes ao atual regime legal, porém em paralelo com o plano de insolvência, surgiu o PER, que mais uma vez vem reforçar o plano de recuperação de uma empresa (Oliveira, 2012).

2.6.4- Plano Especial de Revitalização (PER)

Como já mencionado anteriormente, o PER foi criado a partir da Lei nº 16/2012, de 20 de abril, alterando o paradigma existente desde 2004, denominado de CIRE. Foi assim alterada a dinâmica de um processo orientado para a satisfação dos credores tendo em conta a liquidação da empresa que se encontrava insolvente, para uma recuperação da empresa conseguida através de um plano de insolvência. O PER apresenta um “escudo protetor” ao devedor que se encontra em situação económica difícil ou em situação de insolvência. Este conceito é conhecido nos EUA como *automatic stay*, onde o maior benefício passa por suspender todos os processos executivos impedindo a instauração de outros. Assim, o devedor ganha tempo de resposta para conseguir uma otimização da recuperação da empresa. O plano ratificado e o aprovado pelo PER diferenciam-se em duas questões no que respeita ao plano de insolvência. Um plano de insolvência evidencia a necessidade de a empresa se encontrar em situação insolvente ou em insolvência eminente e pode regular tanto a sua recuperação como negociar a sua liquidação. Por outro lado, o PER atua previamente na empresa, e apenas pode regular a sua recuperação. O processo tem em conta o memorando celebrado com a “Troika” em conformidade com o “Memorando de Enquadramento das propostas de alteração ao Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas”, de 31 de agosto de 2011. Assim, esse código promoveu a recuperação da empresa através da proteção do devedor no giro comercial. A criação de um plano como o PER foi essencialmente evitar “*the bankruptcy of bankruptcy*” ou em português, a chamada “falência da falência”. Este cenário verificava-se pela carência da lei e a ausência de mecanismos suficientes à recuperação das empresas, pois anteriormente ao PER só havia uma forma de recuperar as empresas, a aprovação de um plano de insolvência (Oliveira, 2012).

2.6.4.1- Definição, Objetivos, Finalidade e Requerimentos

Nos ciclos das empresas, há determinados fatores que podem ser explicativos das dificuldades sentidas em premiar os seus compromissos junto dos credores. Existem instrumentos legais que auxiliam a procura de soluções por forma a que as empresas obtenham maior capacidade para negociar com os seus credores e celebrar acordos que auxiliam a revitalização da empresa. O PER é identificado como um processo de ordem judicial e de carácter urgente, sendo os seus grandes objetivos: criar situações de negociação entre empresas e credores; aprovar planos de recuperação de empresas e revitalizar as empresas permanecendo as suas atividades ativas (Guia PER, 2021).

Tendo em conta os artigos 17.º- A e 17.º- B do CIRE, o PER destina-se a empresas que apresentam uma situação económica difícil não conseguindo cumprir pontualmente as suas obrigações, quer por falta de liquidez quer por falta de crédito. Empresas em insolvência iminente também podem requerer o PER. Apesar da situação descrita, as empresas têm a possibilidade de ser recuperadas e entrar em negociações com os credores, para que sigam o caminho correto em direção à sua revitalização.

Este processo é iniciado pela manifestação da vontade da empresa e dos credores que dela sejam titulares de pelo menos 10% dos créditos não subordinados (Alínea b) do nº3 – Artigo 17.º- C do CIRE). Essa manifestação tem de ser efetuada por forma escrita, para que sejam inicializadas as negociações à revitalização da empresa, através de um plano de recuperação. Para além do anteriormente mencionado, a empresa deve apresentar todos os documentos descritos no nº 1 do artigo 24.º do CIRE assim como a descrição da sua situação patrimonial e financeira e também uma listagem de todos os credores por ordem de prioridades (trabalhadores, sócios, entidades bancárias, fornecedores e credores públicos). Depois de recebida a manifestação, o juiz nomeia diretamente um administrador judicial provisório (AJP), tal como descrito no artigo nº 32.º a 34.º do CIRE. Assim a empresa é notificada tendo em conta as adaptações necessárias e o descrito nos artigos 37.º e 38.º do CIRE, onde têm de ser identificados os cinco maiores credores, com exceção de quem efetuou o requerimento (Decreto-Lei nº53/2004).

2.6.4.2- Processo Subsequente, Modalidades e Efeitos do PER

Segundo o artigo 17.º- D do CIRE, depois de rececionado o requerimento e aprovado um AJP, tal como descrito no n.º 5 do artigo 17.º- C do CIRE, a empresa deve comunicar através de carta registada todos os credores que não tenham solicitado a declaração mencionada para a revitalização das suas empresas. Desta forma convida-os a colaborar nas negociações em curso, informando-os do objetivo do plano. Posteriormente, após publicação no Portal CITIUS, todos os credores detêm de 20 dias contados da data da publicação para protestar quaisquer créditos, indicando eventuais reclamações ao AJP nomeado para o efeito. Assim dentro de cinco dias o administrador executa uma lista provisória dos créditos, que é apresentada na secretaria do tribunal e publicada no portal acima indicado, com prazo de impugnação de cinco dias úteis. De seguida e passados cinco dias úteis, o juiz toma o veredito relativamente às possíveis impugnações apresentadas. Quando finda o prazo para a realização de impugnações, bastam apenas dois meses ou três dependendo de acordo prévio e escrito entre o administrador judicial e a empresa, para que as negociações terminem. A fiscalização e orientação de todo o processo é da responsabilidade do AJP, que deve assegurar a boa regularidade de todo o processo de acordo com os princípios aprovados pela Resolução do Conselho de Ministros nº 43/2011, de 25 de outubro (Decreto-Lei nº53/2004).

No PER, são evidenciadas duas modalidades possíveis, entre elas um acordo alcançado durante o processo judicial ou, por outro lado um acordo obtido fora dos tribunais e homologado pelo tribunal posteriormente à sua apresentação (Guia PER, 2021).

Tendo em atenção o Artigo 17.º - E do CIRE, para a inicialização deste plano, são visíveis diversos efeitos que advêm dos resultados da ordem do juiz. Assim alguns dos efeitos sentidos são:

- a) A empresa devedora fica vedada a praticar atos de especial relevância sem que o AJP estabeleça uma autorização prévia. Os atos anteriormente mencionados envolvem colocar em causa a situação patrimonial da empresa tais como “a venda de ativos, de participações, aquisição de bens imóveis, entre outros”;
- b) Suspendem os processos judiciais e a possibilidade de instauração de ações de cobrança de dívidas;

- c) Na ausência de sentença da insolvência, há a suspensão do processo de insolvência, onde se extingue o plano de recuperação para posterior aprovação e homologação (Guia PER, 2021 e Decreto-Lei nº53/2004).

2.6.4.3- Medidas Contempladas no Plano de Recuperação

De entre as várias medidas contempladas pelo PER, as mais vantajosas passam pela reestruturação do passivo, que resulta na diminuição do esforço financeiro das empresas para preservarem a sua atividade (créditos, capital, juros, extensão do prazo para pagamento); a conservação dos créditos que se baseia no aumento do capital de entrada através de novos sócios; a constituição de uma nova sociedade, que fica a ser proprietária de um dos estabelecimentos com entradas dos credores e a proteção do devedor de novos pedidos de financiamento (Guia PER, 2021).

2.6.4.4- Conclusão das Negociações para aprovação de um Plano de Recuperação com vista á revitalização da empresa

O Artigo 17.º - F do CIRE determina que para um desfecho da votação, a mesma deve ter aprovação unânime, para que a empresa entre num plano de recuperação tendo em vista a revitalização da empresa. Esta votação é atestada pelo AJP, garantindo desta forma a viabilidade da empresa. Desta forma, um plano de recuperação considera-se aprovado, sempre que:

- a) A votação seja favorável em cada categoria por pelo menos mais de dois terços do total dos votos emitidos, sem contabilizar as abstenções que possam ocorrer. Uma das categorias com voto favorável deve ser constituída por credores garantidos ou em caso de inexistência, deve ser apresentado um voto favorável da maioria das categorias formadas, onde uma delas seja representada por credores não subordinados. Caso a votação fique empatada, o desempate passa pelo voto de no mínimo uma categoria de credores não subordinados;
- b) Votos favoráveis que representam mais do que dois terços da totalidade dos votos emitidos;
- c) Votos favoráveis representativos de mais do que 50% dos votos, desde que sejam de credores com créditos não subordinados.

Os votos são determinados de forma escrita, tendo em conta o mencionado no artigo 211.º do CIRE. Posteriormente, os votos são direcionados ao AJP, que conjuntamente com a empresa os contabiliza e apresenta um documento com os resultados apurados. Esse documento é apresentado ao tribunal que de imediato emite um parecer que evidencia se o plano tem as competências necessárias para evitar o cenário de insolvência da empresa e garantir a sua viabilidade.

Passados dez dias, o juiz emite o parecer relativamente ao plano de recuperação, com a homologação do plano ou a sua recusa. Durante esse processo o juiz declara se os credores são tratados de forma distinta ou proporcional tendo em conta os créditos atribuídos e o tipo de votação efetuada.

Em caso de não homologação do plano por um credor discordante, o juiz tem o poder de determinar que a avaliação seja concedida por um perito, nas seguintes situações:

- a) Quando os credores abrangidos pelo plano tenham um tratamento menos favorável em comparação com um cenário de liquidação da empresa;
- b) Caso haja uma afronta às regras de aprovação previstas.

2.6.4.5- Conclusão do processo negocial sem aprovação do PER

Analisando o Artigo 17.º - G do CIRE, é explanado um cenário de não aprovação do plano, onde o AJP deve comunicar o desfecho por meios eletrónicos e publicá-lo no CITIUS, emitindo um parecer que identifique se a empresa se encontra em situação de insolvência. Em cenários de insolvência, o encerramento do processo implica que todos os efeitos sejam extintos. Por outro lado, em caso de declarada insolvente, cabe ao tribunal notificar a empresa, num prazo de cinco dias. Em situações de discordância, o processo é arquivado e extinto, enquanto em caso de concordância, o juiz deve declará-lo no prazo de três dias úteis, sendo o PER anexado ao processo de insolvência da empresa. Assim, caso o processo decorra todo em harmonia, a empresa fica impedida de recorrer novamente no prazo de dois anos.

2.6.4.6-Homologação de acordos extrajudiciais de recuperação da empresa

O artigo 17.º - I do CIRE apresenta outra perspectiva simplificada de todo o processo, que também se pode iniciar pela apresentação de um acordo extrajudicial de recuperação, requerido pela empresa e pelos seus credores, desde que representem a maioria dos votos de acordo com as regras do artigo 17.º - F nº. 5 alíneas b) e c) do CIRE. Este processo é mais simples pela não necessidade de homologação do mesmo, onde também é nomeado um AJP pelo juiz, devendo o tribunal notificar os credores constantes na lista de créditos e publicar no portal CITIUS a lista provisória destes. Neste processo aplicam-se as mesmas regras que no anteriormente descrito, com ligeiras alterações a nível legal.

CAPÍTULO 3. METODOLOGIA

3.1 – Hipóteses de Investigação

As hipóteses de investigação deste estudo baseiam-se na revisão de literatura do capítulo anterior. Como referido anteriormente, para que sejam assinados acordos entre a empresa e os credores, é condição necessária que os credores assumam que a empresa apresente condições para reembolsar as dívidas existentes. Assim, é de esperar que as empresas que entrem em PER estejam em melhores condições financeiras comparativamente com empresas que não aderiram ao PER. Estas condições derivam de vários fatores, que estão refletidos na informação contabilística como a rentabilidade, liquidez ou a alavancagem.

A significância destes rácios para distinguir as empresas que, apresentando elevados níveis de financeira *distress*, aderem ao PER são testados conjuntamente com alguns indicadores macroeconómicos descritos mais à frente neste estudo. Alguns dos fatores relatados no capítulo da revisão de literatura não serão objeto de análise, uma vez que os dados contabilísticos divulgados pelas empresas não se encontram completos o suficiente para permitir essa análise mais exaustiva. Partindo deste cenário estabelecem-se então as cinco hipóteses de investigação.

De acordo com Westgaard e Wijst (2001), a liquidez evidencia a capacidade de a empresa conseguir cumprir todas as suas obrigações em tempo útil com vários autores a sugerir que existe uma associação negativa entre a liquidez e a entrada das empresas em *distress* financeiro (Thim *et al.*, 2011; Altman e Sabato, 2007 e Nahar, 2006). No entanto, esta associação não é consensual uma vez que há estudos que sugerem uma associação

positiva entre estas variáveis (Gathecha, 2016 e Kristanti *et al.*, 2016). Assim, a primeira hipótese de investigação é definida da seguinte forma:

Hipótese 1: Existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a liquidez e a probabilidade de a empresa recorrer ao PER.

Alguns autores que defendem que existe uma associação negativa entre a rentabilidade e o *distress* financeiro, tais como Khurshid (2013), Campbell e Viceira (2005), Lo (1986) e Ohlson (1980). De acordo com estes estudos, quanto menor a rentabilidade maior é a probabilidade de as empresas entrarem em cenários de *distress* financeiro. Desta forma, a reorganização empresarial em cenário de forte financeiro *distress* é potencialmente mais fácil de alcançar (face a uma situação de liquidação total) quando a rentabilidade da empresa é maior. De facto, tal pode levar a que os credores aceitem mais facilmente o acordo a ser exarado no âmbito do PER. Desta forma, a segunda hipótese de investigação é a seguinte:

Hipótese 2: Existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a rentabilidade e a probabilidade de a empresa recorrer ao PER.

Honjo (2000) defende que as empresas de menor dimensão apresentam uma probabilidade maior de falirem em comparação com empresas de maior dimensão. A justificação encontrada assenta na baixa experiência demonstrada por essas empresas no mercado, que acabam por não ter tantos recursos a financiamentos. Olhando para o *distress* financeiro, autores como Isayas (2021) e Freixas *et al.*, (2000) atribuem uma associação negativa entre a dimensão da empresa e a probabilidade de a empresa entrar em falência. Este estudo assume o mesmo no âmbito de uma reorganização em Portugal em sede de PER, o que nos leva à terceira questão de investigação:

Hipótese 3: Existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e a probabilidade de a empresa recorrer ao PER.

Tendo por base as análises elaboradas por Gathecha (2016) e Chancharat (2008) parece existir uma associação positiva entre a alavancagem financeira e o *distress* financeiro. No entanto, Khurshid (2013) sugere a existência de uma relação negativa entre estas dimensões. No caso particular do PER e, considerando que menores níveis de alavancagem, facilitam uma reestruturação das empresas devido à menor exigência no pagamento da sua dívida, a quarta hipótese de investigação é definida da seguinte forma:

Hipótese 4: Existe uma associação negativa e estatisticamente significativa entre a alavancagem e a probabilidade de a empresa recorrer ao PER.

A última hipótese de investigação lida com as questões macroeconómicas. Estas são das que mais contribuem para as oscilações sentidas pelas empresas, pelo que em períodos de recessão económica, o *distress* financeiro aumenta (Habib *et al.*, 2020; Bonsall *et al.*, 2013 e Chordia e Shivakumar, 2005). De acordo com Liou e Smith (2007), existe uma associação positiva entre as variáveis macroeconómicas e a probabilidade de a empresa entrar em *distress* financeiro. Desta forma é possível argumentar que o aumento da taxa de juro, mortalidade e desemprego leva ao aumento da probabilidade de as empresas entrarem em *distress* financeiro. Desta forma a quinta hipótese de investigação é a seguinte:

Hipótese 5: Existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a melhoria das variáveis macroeconómicas e a probabilidade de a empresa recorrer ao PER.

3.2 – Base de Dados e Amostra

A amostra principal deste estudo é constituída por empresas portuguesas que aderiram ao PER entre os anos de 2014 e 2022. A identificação destas empresas é feita com base no Portal CITIUS (Designação dada à ferramenta que permite a gestão processual dos tribunais judiciais em Portugal), o qual assegura a recolha de toda a informação necessária. De forma a recolher o máximo de informação, foram seleccionados todos os tribunais que publicaram o pedido de adesão ao PER bem como o ano a observar. Este procedimento identificou 1991 empresas que aderiram ao PER.

No Portal CITIUS é disponibilizada a seguinte informação das empresas:

- Denominação da Empresa;
- Número de Identificação Fiscal;
- Tribunal onde foi elaborado o pedido de adesão;
- Data de conclusão do processo;
- Data de aprovação do processo;
- Listas dos devedores que fazem parte do processo.

Após a recolha desta informação sobre o PER, foi utilizada a base de dados SABI, que contém a informação contabilística de 900 mil empresas, sendo a pesquisa efetuada com

base no número fiscal de cada empresa disponibilizado pela plataforma CITIUS. Considerando que o objetivo deste estudo é identificar os determinantes da entrada em PER de empresas portuguesas que operam no setor do turismo, foram eliminadas todas as empresas que não operam nesse setor. Para tal, é utilizada a classificação estatística das atividades económicas da comunidade europeia (NACE). As empresas PER que constituem a amostra deste estudo são empresas classificadas com o NACE 55, 56 e 79 (Tabela 3.1).

Tabela 3.1 - Código NACE do Setor do Turismo

NACE	Descrição
55	Alojamento
56	Atividades de Restauração e Bebidas
79	Agência de viagens, operador turístico e outros serviços de reservas e atividades relacionadas

Fonte: Elaboração Própria

Este critério reduziu a amostra potencial a um total de 122 empresas que operam no setor do turismo e que aderiram ao PER entre os anos de 2014 e 2022. A data em que o PER da empresa foi aprovado é considerada como o ano N e a informação contabilística utilizada refere-se aos três anos anteriores a esse evento (N-1, N-2 e N-3). Desta forma, o ano anterior à entrada em PER é classificado como N-1, dois anos antes da entrada em PER é classificado como N-2 e três anos antes da entrada em PER é classificado como N-3. Considerando a necessidade de informação contabilística para estimar os modelos *logit*, são eliminados todos os casos em que não existe informação contabilística para o ano respetivo. Este procedimento resulta numa amostra final de empresas PER constituída por 90 empresas em N-1, 92 empresas em N-2 e 78 empresas em N-3.

A estimação do modelo *logit* exige que se inclua na amostra um conjunto de empresas similares, mas que não estão classificadas como empresas PER. Este estudo identifica empresas similares como aquelas que estão classificadas entre os anos de 2014 e 2022 na base de dados ORBIS com os NACE's 55, 56 e 79 (Tabela 3.1) e que simultaneamente apresentam um dos seguintes status na ORBIS:

- *Default of Payment*;
- *Dormant*;

- *Administratively non-compliant;*
- *Insolvency proceedings;*
- *Reorganization;*
- *Rescue Plan;*

Importa referir que todas as empresas que foram listadas com este critério, mas que fazem parte da amostra de empresas PER, foram excluídas da amostra de empresas não PER para garantir a correta classificação da variável dependente dos modelos *logit*. De um total de 451 empresas, foi necessário restringir a informação apenas ao setor e período em estudo. A base de dados indica o ano em que o respetivo status foi verificado pela primeira vez, o que possibilita a exclusão de todas as empresas cuja data de registo é anterior a 2014. Este passo origina a eliminação de 49 empresas, o que resulta numa amostra total potencial de 402 empresas. Todas as empresas cuja data de status corresponde ao ano de 2023 foram também removidas, representando 11 empresas, o que faz com que a amostra potencial reduza para 391 empresas. Considerando ainda que é exigida apenas a informação contabilística posterior a 2011 (inclusive), todas as empresas com informações contabilísticas anteriores foram retiradas da amostra, totalizando 31 empresas eliminadas, o que faz com que a amostra potencial atualize para 360 empresas. Tendo como base a informação contabilística disponível para os 3 anos anteriores ao evento, a amostra de empresas não PER é constituída por 24 empresas em N-1, 66 empresas em N-2 e 89 empresas em N-3.

3.3 – Seleção das variáveis dependentes e independentes

A variável dependente dicotómica do modelo *logit* é denominada “estado da empresa”. Esta assume o valor um (1) nos casos em que a empresa aderiu ao PER e o zero (0) nos casos em que não aderiu ao PER. Como variáveis independentes, o modelo inclui rácios económico-financeiros relativos aos três anos anteriores ao evento (data de aprovação do PER no caso das empresas PER e data do status no caso das empresas não PER), nomeadamente a liquidez, rentabilidade, dimensão, alavancagem e alguns indicadores macroeconómicos. Importa referir que os rácios contabilísticos utilizados estão limitados em face da disponibilidade de informação e características destas empresas em forte *distress* financeiro. Por exemplo, vários rácios foram excluídos (e.g., os que requerem informação detalhada sobre alguns aspetos do cash-flow) desta análise uma vez que a sua

inclusão reduziria substancialmente a amostra. Por outro lado, o rácio Return on Equity (ROE), que é muitas vezes utilizado com um dos principais indicadores de rentabilidade das empresas, não foi utilizado neste estudo devido às características destas empresas em forte *distress* financeiro (muitas destas empresas apresentam simultaneamente os resultados do período e os capitais próprios negativos).

A Tabela 3.2 apresenta os rácios económico-financeiros a serem considerados na análise deste evento. Visto não ser possível calcular uma maior bateria de rácios contabilísticos pela ausência informação por parte das empresas, foram escolhidos os considerados mais relevantes para o estudo.

Tabela 1.2 - Variáveis económico-financeiras a considerar no modelo e respetivo sinal esperado

Categoria	Rácio	Descritivo	Sinal Esperado
Liquidez	FMTA	$\frac{\text{Fundo Maneio}}{\text{Total de Ativo}}$	+
	CFV	$\frac{\text{Cash Flow}}{\text{Vendas}}$	+
	LG	$\frac{\text{Ativo Corrente}}{\text{Passivo Corrente}}$	+
Rentabilidade	EBITDAV	$\frac{\text{EBITDA}}{\text{Vendas}}$	+
	ROA	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total de Ativo}}$	+
	Margem de Lucro	$\frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Vendas}}$	+
Dimensão da Empresa	Dimensão	Logaritmo (Total do Ativo)	+
Alavancagem	TPTA	$\frac{\text{Total do Passivo}}{\text{Total do Ativo}}$	-

Legenda:

+ Indica que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a variável e a probabilidade de a empresa aderir ao PER

- Indica que existe uma associação negativa e estatisticamente significativa entre a variável e a probabilidade de a empresa aderir ao PER

Fonte: Elaboração Própria

Foram ainda acrescentadas variáveis macroeconómicas, construídas a partir de dados retirados da PORDATA e da Euribor Rates. A Tabela 3.3 resume a informação sobre essas variáveis:

Tabela 3.3 - Variáveis macroeconómicas a considerar no modelo

Variáveis Macroeconómicas (%)				
Ano	Tx. de Crescimento do PIB	Tx. de Mortalidade	Tx. de Desemprego	Tx. de Juro Euribor (12 m)
2011	-1,70%	14,80%	13,40%	2,03%
2012	-4,06%	16,30%	16,50%	0,57%
2013	-0,92%	13,30%	17,10%	0,50%
2014	0,79%	13,00%	14,50%	0,33%
2015	1,79%	12,30%	12,90%	0,05%
2016	2,02%	11,90%	11,50%	-0,08%
2017	3,51%	11,80%	9,20%	-0,19%
2018	2,85%	11,50%	7,20%	-0,14%
2019	2,68%	13,20%	6,60%	-0,27%
2020	-8,30%	12,40%	7,00%	-0,49%
2021	5,50%	11,30%	6,60%	-0,51%

Fonte: PORDATA e Euribor Rates

3.4 – Estimação do Modelo

Este trabalho utiliza o modelo *logit* para identificar os determinantes das empresas que, estando em forte *distress* financeiro, aderem ao PER. Os determinantes a testar compreendem as variáveis macroeconómicas e os rácios acima mencionados. Assim, a variável dependente do modelo classifica as empresas em dois grupos: Empresas não PER e Empresas PER que operam no setor do Turismo em Portugal. Para as Empresas PER, os rácios foram calculados de acordo com as informações contabilísticas contidas na SABI, enquanto para as empresas que não aderiram ao PER os dados foram retirados da ORBIS. Uma vez analisados e tratados, os dados são todos importados para o SPSS, ferramenta deveras importante para a realização de diversos testes ao modelo.

Tal como mencionado anteriormente, todos os rácios são calculados um, dois e três anos antes do evento. Assim, serão apresentados três modelos diferentes que foram testados por forma a garantir modelos robustos e significativos com a informação existente. Para tal, são tidos em conta alguns indicadores de qualidade dos modelos nos vários anos em análise, nomeadamente:

- A. Teste de Omnibus;
- B. Coeficiente de Determinação;
- C. Teste de Hosmer-Lemeshow;

D. Capacidade Preditiva do Modelo.

Primeiramente, na aplicação do Teste de Qualidade do Ajuste de Hosmer-Lemeshow, torna-se perceptível se o modelo se ajusta corretamente comparando os eventos esperados com os observados. Já o teste de Omnibus deve apresentar valores significativos para atestar a significância do modelo. O coeficiente de determinação (estimado pelo Cox & Snell R^2 ou Nagelkerke R^2) indica a proporção da variabilidade da variável dependente que é explicada pelas variáveis independentes, sendo que quanto maior for essa percentagem mais explicativo será o modelo. Não menos importante é a medição da capacidade preditiva do modelo com base nas variáveis independentes, em que se mede a percentagem de classificações corretas com base no modelo estimado.

A expressão geral para o modelo *logit* é a seguinte:

$$\log\left(\frac{\pi}{1-\pi}\right) = \alpha + \beta'x + u \quad (1)$$

Representando:

π - Probabilidade de uma empresa em situação económica difícil aderir ao PER;

β e x – Vetores de coeficientes e preditores;

u – Probabilidade de erro do modelo.

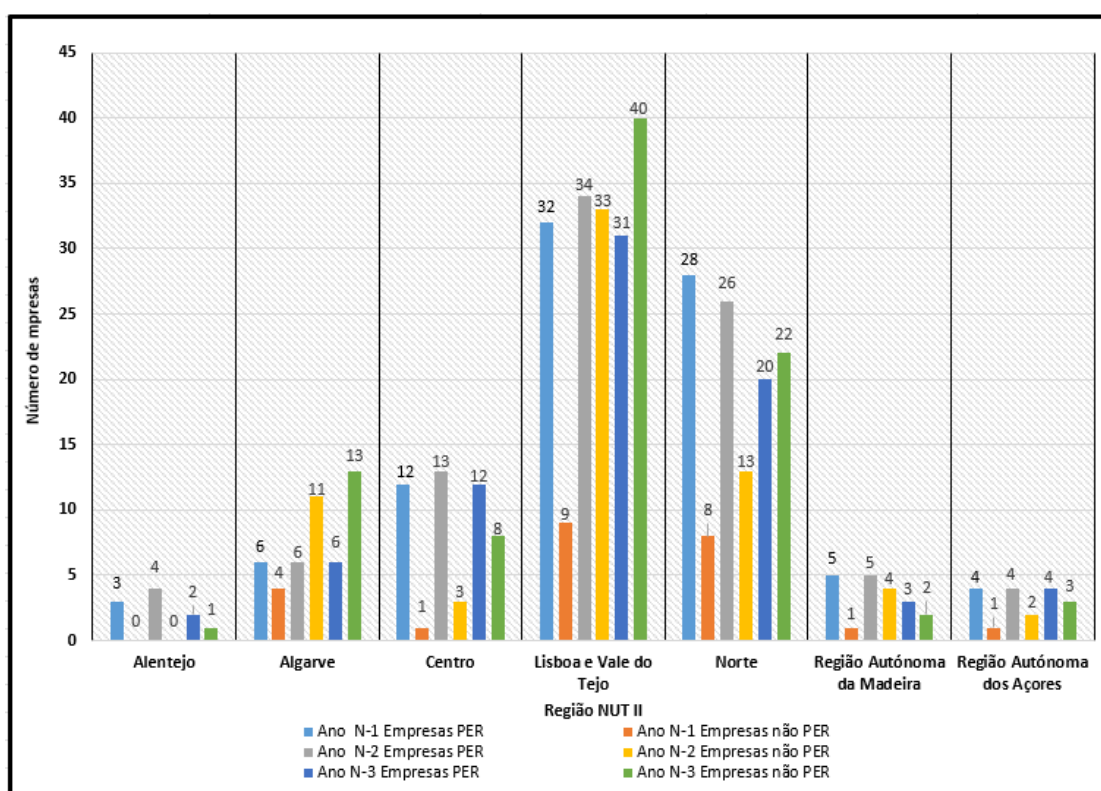
CAPÍTULO 4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

Este capítulo apresenta as estatísticas descritivas da amostra utilizada neste estudo assim como os resultados referentes à estimação dos Modelo *Logit*. Em particular, este capítulo apresenta o número de empresas PER e não PER por região, as estatísticas descritivas referentes às variáveis independentes utilizadas assim como os resultados dos testes às diferenças entre médias e medianas entre grupos (T-Test e Teste de Mann-Whitney U respetivamente). Os resultados das estatísticas descritivas e respetivos testes são apresentados após o tratamento de outliers com base na técnica de *winsorizing*. Por último, é apresentada a matriz de correlação entre as variáveis utilizadas e os resultados referentes à estimação dos modelos com base na informação referente aos três anos antes da ocorrência do evento.

4.1 – Estatísticas por Região

Depois da recolha de informação das empresas em estudo, a primeira análise passa por elaborar estatísticas por região, de forma a perceber a dispersão geográfica da amostra em estudo. A Figura 4.1 identifica o número de empresas que entraram em PER nos três anos antes do evento e o número de empresas não PER. Esta análise discrimina o número de empresas distribuídas de acordo com as NUT II: Algarve, Alentejo, Lisboa e Vale do Tejo, Centro, Norte e Regiões Autónomas dos Açores e da Madeira.

Figura 4.1 - Análise às regiões das empresas PER e não PER



Fonte: Elaboração Própria

Através de uma breve análise à Figura 4.1, no ano N-1 as Empresas não PER representam uma maior aglomeração nas regiões de “Lisboa e Vale do Tejo” (9 empresas representando 38% do total da amostra de empresas PER) seguindo-se a região “Norte” (8 empresas representando 33% do total da amostra de empresas não PER). O mesmo cenário acontece para o mesmo ano, nas Empresas PER concentrando-se mais na região de “Lisboa e Vale do Tejo” (32 empresas representando 36% do total da amostra de empresas PER) seguido da região “Norte” do país (28 empresas representando 31% do

total da amostra de empresas PER). É ainda de importante relevo salientar que, para o ano N-1 não houve qualquer registo de empresas não PER na região do “Alentejo”.

O cenário permanece similar no ano N-2, onde as Empresas não PER continuam com uma concentração forte na região de “Lisboa e Vale do Tejo” (33 empresas representando cerca de 50% do total da amostra de empresas não PER) seguindo a região “Norte” (13 empresas representando 20% do total da amostra de empresas não PER). Neste caso é de reforçar que não existem empresas não PER na região do “Alentejo”. Já de acordo com o observado para as empresas PER, continuam a ser as regiões de “Lisboa e Vale do Tejo” (34 empresas representando 37% do total da amostra de empresas PER) e a região “Norte” (26 empresas representando cerca de 28% do total da amostra de empresas PER).

No ano N-3 a tendência não inverte, o que indica que as estatísticas são semelhantes para os três anos antes do evento. Continua assim a região de “Lisboa e Vale do Tejo” a assumir o maior número de empresas não PER (40 empresas representando cerca de 45% do total da amostra de empresas não PER) e a região “Norte” (22 empresas representando cerca de 25% do total da amostra de empresas não PER). Neste ano, foram identificadas empresas não PER em todas as regiões, ainda que com percentagens muito reduzidas. Nas empresas que aderiram ao PER, os dados obtidos sugerem que a região de “Lisboa e Vale do Tejo” é a região com maior número de empresas (31 empresas representando 40% do total da amostra de empresas PER) e em seguida a região “Norte” (20 empresas representando 26% do total da amostra de empresas PER).

Em resumo, tanto no grupo das Empresas não PER como no grupo das Empresas PER é evidente que as regiões mais frequentes são as de “Lisboa e Vale do Tejo” e a região “Norte”.

4.2 – Aplicação do *Winsorizing*

Os dados contabilísticos são propensos a gerar outliers através da construção de rácios. A análise preliminar às estatísticas descritivas dos indicadores financeiros das empresas PER e não PER, com base nos valores do desvio padrão e nos valores mínimos e máximos para as variáveis independentes, sugerem que é importante lidar com este problema antes de estimar os modelos *logit*. Em linha com Ezzamel e Mar-Molinero (1990), este estudo utiliza a técnica do *winsorizing* para minimizar o problema da existência de valores extremos nas variáveis independentes. Por não existir qualquer consenso relativamente a

esta matéria, e apesar da existência de outras técnicas, esta técnica foi escolhida porque transforma os valores das extremidades reduzindo a dispersão de valores. Assim, a winsorização dos dados foi feita com base no percentil 5 e 95 para todos os rácios em estudo. A exceção é relativa à variável dimensão que corresponde ao logaritmo do ativo total da empresa, o que por si só reduz a possibilidade de existência de outliers.

4.3 – Estatísticas Descritivas

A Tabela 4.1 apresenta as estatísticas descritivas dos vários rácios económico-financeiros (liquidez, rentabilidade, dimensão e alavancagem) referentes às empresas PER e não PER após o processo de winsorização. Nesta tabela são também apresentados os resultados dos testes às diferenças entre médias e medianas entre os dois grupos de empresas.

Tabela 4.1 – Estatísticas Descritivas das empresas PER e não PER

Variáveis	Empresas PER (n=90)			Empresas não PER (n=24)			t-test		Mann-Whitney U test	
	Média	Mediana	Desvio Padrão	Média	Mediana	Desvio Padrão	Diferença	p-value	Mediana	p-value
EBITDAV	-0,49	-0,08	1,35	0,01	0,07	0,59	0,50	(0,237)	0,15	(0,013)
ROA	-0,22	-0,08	0,34	-0,03	-0,01	0,15	0,19	(0,003)	0,07	(0,001)
Margem de Lucro	-0,59	-0,17	0,94	-0,27	-0,07	0,65	0,32	(0,186)	0,10	(0,042)
Dimensão	5,74	5,60	0,98	6,25	6,51	0,77	0,51	(0,175)	0,91	(0,002)
FMTA	-0,13	-0,09	0,29	-0,04	-0,02	0,13	0,09	(0,008)	0,07	(0,081)
CFV	-0,38	-0,11	0,64	-0,12	0,00	0,67	0,26	(0,873)	0,11	(0,035)
LG	0,94	0,39	1,17	2,50	0,89	3,89	1,56	(<0,001)	0,50	(0,004)
TPTA	1,61	1,08	1,34	0,83	0,87	0,42	-0,77	(<0,001)	-0,21	(0,010)

Fonte: Elaboração Própria

Os dados apresentados na Tabela 4.1 sugerem que as empresas PER não são rentáveis, pois os rácios EBITDAV, ROA e Margem de Lucro apresentam valores de média e mediana negativos. Já as empresas não PER apresentam valores negativos nos rácios ROA e Margem de Lucro, sendo que o EBITDAV apresenta um valor marginalmente positivo de 1%. Os resultados dos testes à diferença de medianas revelam que as empresas não PER apresentam uma rentabilidade significativamente superior à rentabilidade apresentada pelas empresas PER para os 3 rácios de rentabilidade. No entanto, os resultados do T-Test revelam que esta conclusão é apenas válida para o ROA. Existe também evidência de que as empresas não PER são maiores que as empresas PER. Apesar do teste às diferenças das médias não suportar esta conclusão, o teste à diferença de medianas revela que as empresas não PER são significativamente maiores que as empresas PER ($p < 0,01$).

A análise à liquidez dos dois grupos sugere que as empresas não PER são mais líquidas do que as empresas PER. De facto, praticamente todos os testes efetuados às diferenças entre médias e medianas para as variáveis de liquidez (FMTA, CFV e LG) são significativos. O T-Test evidencia diferenças estatisticamente significativas para as médias do FMTA (p-value <0,01) e LG (p-value <0,001), enquanto o Mann Whitney U Test evidencia diferenças estatisticamente significativas para as medianas dos rácios CFV (p-value<0,05), LG (p-value < 0,01) e FMTA (p-value <0,1). A única exceção à significância dos resultados é o teste à diferença de médias para o rácio CFV. Por último, a alavancagem das empresas PER é significativamente maior que a alavancagem das empresas não PER. Este resultado é suportado pelo T-Test (p-value<0,001) e Mann Whitney U Test (p-value<0,05).

Esta análise foi replicada para a informação dos anos N-2 e N-3. Os resultados são semelhantes.

4.4 – Matriz de Correlação

A Tabela 4.2 apresenta a matriz de correlação tendo em conta os rácios económico-financeiros e as variáveis macroeconómicas seleccionadas como variáveis independentes e a variável dependente: assumindo (0) para empresas não PER e (1) para empresas PER. A matriz de correlação tem como primordial objetivo observar quais as variáveis que apresentam níveis de correlação mais elevados. Esta análise permite identificar variáveis independentes que não podem ser testadas em simultâneo no mesmo modelo. Como é possível observar, a matriz de correlação sugere que a Margem de Lucro é altamente correlacionada com o EBITDAV (0,640), assim como o CFV está fortemente correlacionado com o EBITDAV (0,674) e também com a Margem de Lucro (0,873). Relativamente às variáveis macroeconómicas, a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) é altamente correlacionada quer com a Taxa de Desemprego (0,944) quer com a Taxa de Mortalidade (0,644).

Tabela 4.2 - Matriz de Correlação entre as variáveis económico-financeiras e as variáveis macroeconómicas

	Variável Dependente	Dimensão	EBITDAV	ROA	ML	FMTA	CFV	LG	TPTA	Ix Crescimento PIB	Ix Juro (Euribor 12m)	Ix Desemprego	Ix Mortalidade
Variável Dependente	1	-,217*	-0,164	-,246**	-0,147	-0,137	-0,163	-,299**	,254**	-0,089	,299**	,320**	0,116
Dimensão		1	-0,017	,442**	-,233*	,409**	-0,096	0,135	-,454**	0,061	0,016	0,009	-0,092
EBITDAV			1	,405**	,640**	0,029	,674**	0,078	-,275**	0,153	-0,182	-0,177	-,191*
ROA				1	,325**	,458**	,426**	,231*	-,592**	0,141	-0,053	-0,091	-0,006
ML					1	-0,113	,873**	0,032	-0,141	0,150	-0,045	-0,076	-0,071
FMTA						1	0,010	,278**	-,529**	0,068	0,021	-0,014	0,011
CFV							1	0,077	-,210*	,224*	-0,131	-0,150	-0,168
LG								1	-,298**	-0,048	-,246**	-,228*	-,200*
TPTA									1	0,022	0,030	0,080	-0,064
Tx Crescimento PIB										1	-0,012	-0,081	-,347**
Tx Juro (Euribor 12m)											1	,944**	,644**
Tx Desemprego												1	,542**
Tx Mortalidade													1

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**.. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaboração Própria

4.5 – Estimação do Modelo *Logit*

Este subcapítulo apresenta os resultados obtidos com a estimação do modelo *logit* nos três anos anteriores ao evento, através dos outputs resultantes do SPSS. Este modelo distingue as empresas não PER (0) das empresas PER (1), tendo em conta uma amostra de empresas do Setor do Turismo em Portugal em situação de forte *distress* financeiro. Os testes à qualidade do modelo são apresentados de acordo com o especificado no subcapítulo 3.4. Os mesmos procedimentos vão ser realizados para o segundo e terceiro ano antes do evento (data de aprovação do PER para as empresas PER e data do status para as empresas não PER).

4.5.1 – Estimação do Modelo *Logit* com base na informação de N-1 – Modelo 1

O modelo estimado com base na informação de N-1 apresenta um total de 114 empresas, distribuídas por 24 empresas não PER e 90 empresas PER. Todas as informações e dados obtidos têm por base a divulgação das empresas um ano antes da ocorrência do evento. É de salientar que as variáveis independentes fortemente correlacionadas não foram objeto de estudo. A Tabela 4.3 apresenta os resultados da qualidade do modelo em análise.

Tabela 4.3 - Testes de diagnóstico - Modelo 1

Teste Omnibus				
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.
		29,081	8	<,001
Coeficiente de Determinação				
Etapa 1		Verossimilhança de log -2	R quadrado Cox & Snell	R quadrado de Nagelkerke
		88,260	0,225	0,350
Teste do Hosmer-Lemeshow				
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.
		7,488	8	0,485
Capacidade Preditiva do Modelo				
Observado	Variável Dependente	Variável		Previsto Porcentagem Correta
		0	1	
	0	9	15	37,5
	1	4	86	95,6
Percentagem Global				83,3

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados do Teste de Omnibus sugerem que o modelo é adequado (qui-quadrado = 29,081; gl = 8; p-value <0,001), uma vez que apresenta um ajuste superior ao modelo nulo (onde nenhuma variável independente é incluída). Os resultados do Teste de Hosmer-Lemeshow sugerem que o modelo está ajustado e, ao mesmo tempo, demonstra existirem diferenças estatisticamente significativas entre a classificação dado pelo modelo e o que realmente é observado (qui-quadrado = 7,488; gl = 8; p-value >0,1). A análise do coeficiente revela que a capacidade explicativa do modelo varia entre os 35% (de acordo com o R² de Nagelkerke) e os 23% (de acordo com o R² de Cox & Snell). O modelo apresenta uma percentagem global de classificações corretas de 83,3%, classificando corretamente 95 empresas de uma amostra de 114 empresas.

É de salientar que os erros na classificação das observações podem ser distinguidos entre o Erro Tipo I, quando o modelo classifica uma empresa não PER sem aderir ao PER como uma empresa que aderiu ao PER e o Erro Tipo II, quando o modelo classifica uma empresa que aderiu ao PER como uma empresa não PER. Assim, de acordo com a informação constante na Tabela 4.3, apura-se que o modelo apresenta uma percentagem de Erro Tipo I de 62,50% e de 4,40% de Erro Tipo II, o que implica que este é melhor a identificar as empresas PER do que as empresas não PER.

A análise global à qualidade do modelo sugere que o mesmo é relevante para distinguir, das empresas que apresentam dificuldades financeiras, quais as que aderem ao PER. O modelo estimado com base na informação de N-1 é apresentado na Tabela 4.4, a qual contém seis rácios económico-financeiros dos oito inicialmente propostos e dois dos quatro fatores macroeconómicos.

Tabela 4.4 - Output - Modelo 1

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Etapa 1 ^a	ROA	-1,801	2,073	0,755	1	0,385	0,165
	Dimensão	-0,458	0,351	1,698	1	0,193	0,633
	FMTA	-0,181	1,563	0,013	1	0,908	0,834
	TPTA	0,719	0,635	1,285	1	0,257	2,053
	LG	-0,104	0,145	0,508	1	0,476	0,902
	ML	-0,579	0,430	1,818	1	0,178	0,560
	Tx Crescimento PIB	0,003	0,098	0,001	1	0,975	1,003
	Tx Juro (Euribor 12m)	2,609	0,992	6,925	1	0,009	13,592
	Constante	3,107	2,441	1,620	1	0,203	22,358

Fonte: Elaboração Própria

Como é possível observar, a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) é a única variável associada a um coeficiente estimado que é estatisticamente significativo (p-value <0,01) na discriminação entre empresas PER e empresas não PER. A relação positiva e estatisticamente significativa sugere que quanto maiores os níveis da Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) maior é a probabilidade de a empresa recorrer ao PER. Todas as restantes variáveis independentes não geram coeficientes estimados estatisticamente significativos.

Conclui-se assim que, no caso das empresas que operam no setor do turismo, a sua situação económica e financeira no ano anterior ao evento não é relevante para determinar a probabilidade de entrada em PER. Desta forma, os resultados rejeitam as hipóteses nulas um, dois, três e quatro e não rejeitam a hipótese nula cinco.

4.5.2 – Estimação do Modelo *Logit* com base na informação de N-2 – Modelo 2

O segundo modelo estimado tem em conta as informações contabilísticas de N-2 (dois anos antes do evento) apresentando uma amostra de 158 empresas, distribuídas por 66 empresas não PER e 92 empresas PER. Os testes elaborados e apresentados na Tabela 4.5 são semelhantes aos apresentados no ano N-1.

Tabela 4.5 - Testes de diagnóstico - Modelo 2

Teste Omnibus					
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.	
		62,178	8	<,001	
Coeficiente de Determinação					
Etapa 1		Verossimilhança de log -2	R quadrado Cox & Snell	R quadrado de Nagelkerke	
		152,559	0,325	0,438	
Teste do Hosmer-Lemeshow					
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.	
		6,448	8	0,597	
Capacidade Preditiva do Modelo					
Observado		Variável		Previsto	
		0	1	Percentagem Correta	
Etapa 1	Variável Dependente	0	39	27	59,1
		1	12	80	87,0
Percentagem Global				75,3	

Fonte: Elaboração Própria

Relativamente ao Teste de Omnibus (qui-quadrado = 62,178; gl = 8; P-value < 0,001), o qui-quadrado apresenta valores significativos pois constitui valores de ajuste superiores ao modelo nulo. Este segundo modelo apresenta uma capacidade explicativa de 33% de acordo com o R² de Cox & Snell e de 44% de acordo com o R² de Nagelkerke. O valor que o modelo atribui ao Teste de Hosmer-Lemeshow sugere que o modelo está ajustado (qui-quadrado = 6,448, gl = 8; P-value = 0,597) enquanto tendo em conta a sua capacidade preditiva é sugerido que gera um Erro Tipo I de 40,90% e um Erro Tipo II de 13,00%. De forma geral, o modelo apresenta uma percentagem correta de classificações de 75,30%, classificando corretamente 119 empresas de uma amostra de 158 empresas.

Tal como mencionado para o ano N-1, este segundo modelo é relevante para distinguir das empresas que apresentam dificuldades financeiras, as que aderiram ao PER das que não aderiram ao PER. Após os testes acima descritos é apresentada a Tabela 4.6, que contem os mesmos rácios económico-financeiros e fatores macroeconómicos mencionados no modelo de N-1.

Tabela 4.6 - Output - Modelo 2

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Etapa 1 ^a	ROA	-0,234	1,284	0,033	1	0,856	0,791
	Dimensão	-0,203	0,259	0,612	1	0,434	0,816
	FMTA	1,360	1,217	1,250	1	0,264	3,897
	TPTA	0,218	0,299	0,531	1	0,466	1,244
	LG	-0,140	0,086	2,661	1	0,103	0,869
	ML	0,110	0,096	1,308	1	0,253	1,116
	Tx Crescimento PIB	0,118	0,078	2,324	1	0,127	1,126
	Tx Juro (Euribor 12m)	3,245	0,680	22,786	1	<,001	25,665
	Constante	1,476	1,776	0,691	1	0,406	4,375

Fonte: Elaboração Própria

Os resultados mostram novamente que a Taxa de Juro é única variável cujo coeficiente estimado é estatisticamente significativo (p-value < 0,001). Em particular, a evidência estatística sugere que quanto maior é a taxa de juro maior é a probabilidade de a empresa aderir ao PER. Assim, em conformidade com o documentado para o modelo N-1, também se rejeitam as hipóteses um a quatro, não se rejeitando a hipótese cinco.

4.5.3 – Estimação do Modelo *Logit* com base na informação de N-3 – Modelo 3

O último modelo estimado tem em conta as informações contabilísticas de N-3, que corresponde ao terceiro ano antes do evento. A amostra totaliza 158 empresas, distribuídas por 66 empresas não PER e 92 empresas PER. Os dados dos testes obtidos são apresentados na Tabela 4.7. É de salientar que este é um modelo não tão semelhante aos primeiros dois modelos apresentados.

Tabela 4.7 - Testes de diagnóstico - Modelo 3

Teste Omnibus				
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.
		31,199	7	<,001
Coeficiente de Determinação				
Etapa 1		Verossimilhança de log -2	R quadrado Cox & Snell	R quadrado de Nagelkerke
		199,587	0,170	0,228
Teste do Hosmer-Lemeshow				
Etapa 1		Qui-quadrado	gl	Sig.
		12,848	8	0,117
Capacidade Preditiva do Modelo				
Observado	Variável	Variável		Previsto Porcentagem Correta
		0	1	
Etapa 1 Dependente	0	67	22	75,3
	1	29	49	62,8
Percentagem Global				69,5

Fonte: Elaboração Própria

Este terceiro modelo também é considerado relevante pelos valores que apresenta, nomeadamente no Teste de Omnibus (qui-quadrado = 31,199; gl = 7; P-value <0,001), no Teste de Hosmer-Lemeshow (qui-quadrado = 12,848; gl = 8; P-value = 0,117) e na capacidade explicativa do modelo (17% de acordo com o R² de Cox & Snell e 23% no R² de Nagelkerke). Tendo em conta a capacidade preditiva do modelo, o mesmo gera um Erro Tipo I de 24,70% e um Erro Tipo II de 37,20%, sendo que explica corretamente 69,50% da amostra, classificando corretamente 116 empresas de um total de 167 empresas. A Tabela 4.8 apresenta o modelo para o N-3 (três anos antes do evento), que contém seis dos oito rácios económico-financeiros inicialmente propostos e um dos quatro fatores macroeconómicos.

Tabela 4.8 - Output - Modelo 3

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Etapa 1^a	EBITDAV	-1,936	0,717	7,288	1	0,007	0,144
	ROA	2,077	1,142	3,310	1	0,069	7,984
	Dimensão	-0,358	0,236	2,301	1	0,129	0,699
	FMTA	1,193	1,021	1,366	1	0,242	3,298
	TPTA	0,372	0,273	1,863	1	0,172	1,451
	LG	-0,122	0,142	0,730	1	0,393	0,886
	Tx Juro (Euribor 12m)	1,061	0,423	6,293	1	0,012	2,891
	Constante	1,757	1,566	1,259	1	0,262	5,795

Fonte: Elaboração Própria

É importante salientar que nesta formulação do modelo não foram consideradas a Taxa de Crescimento do PIB e a Margem de Lucro, tendo-se incluído na análise a variável EBITDAV. Esta situação resulta do fraco ajuste que o modelo apresenta quando se consideram as mesmas variáveis que foram analisadas nos modelos para N-1 e N-2.

Os resultados sugerem que, em N-3, a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses), o EBITDAV e o ROA estão associadas a coeficientes estimados que são estatisticamente significativos (p-value de 0,012; 0,007 e 0,069, respetivamente). Assim, rejeitam-se as hipóteses de investigação um, três e quatro. No que toca à segunda hipótese de investigação os resultados são inconclusivos já que os sinais estimados para ROA e o EBITDAV (ambas proxies de rentabilidade) são contrários entre si. Por fim, não se rejeita a hipótese cinco no contexto do modelo 3 dado que o coeficiente estimado para a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) é novamente significativo do ponto de vista estatístico e o seu sinal está em linha com a expectativa inicial.

4.6 – Discussão dos Resultados

A Tabela 4.9 apresenta um resumo dos principais resultados dos 3 modelos estimados com base na informação de N-1, N-2 e N-3. Em particular, são apresentados os sinais associados aos coeficientes dos três modelos analisados (esperados e verificados).

Tabela 4.9 - Análise aos sinais obtidos no estudo das variáveis consideradas em análise

Variáveis consideradas no Modelo	Categoria	Sinal Esperado	Sinal (Modelo 1)	Sinal (Modelo 2)	Sinal (Modelo 3)
EBITDAV	Rentabilidade	+	n.a	n.a	-
ROA	Rentabilidade	+	n.s	n.s	+
Dimensão	Dimensão	+	n.s	n.s	n.s
FMTA	Liquidez	+	n.s	n.s	n.s
TPTA	Alavancagem	-	n.s	n.s	n.s
LG	Liquidez	+	n.s	n.s	n.s
ML	Rentabilidade	+	n.s	n.s	n.a
Tx Crescimento PIB	Macroeconómico	+	n.s	n.s	n.a
Tx Juro (euribor 12 meses)	Macroeconómico	+	+	+	+

Legenda

n.a - Não aplicável

n.s - Não significativo

+ Indica que existe uma associação positiva e estatisticamente significativa entre a variável e a probabilidade de a empresa aderir ao PER

- Indica que existe uma associação negativa e estatisticamente significativa entre a variável e a probabilidade de a empresas aderir ao PER

Fonte: Elaboração Própria

De acordo com a Tabela 4.9 é possível retirar as seguintes conclusões:

- I. O indicador macroeconómico da Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) é o único que apresenta significância estatística em todos os modelos estimados, sendo que os sinais que se obtêm estão em linha com o inicialmente esperado. Desta forma a hipótese cinco não é rejeitada em nenhum dos modelos apresentados. Assim, poder-se-á concluir que quanto maior for a Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) maior será a probabilidade de a empresa entrar numa situação de PER. Este resultado é especialmente interessante para o caso do Modelo N-1, já que este é aquele que permite uma análise mais tempestiva do fenómeno de interesse;
- II. No Modelo dois a situação é idêntica à verificada no Modelo um, pelo que não existem diferenças nos resultados ao estimar os modelos com base na informação do ano N-1 ou N-2;
- III. Relativamente ao modelo três, os rácios EBITDAV e ROA passam a assumir valores estatisticamente significativos. Sendo ambos relacionados com a rentabilidade, há que fazer a distinção entre a capacidade de a empresa

transformar vendas em resultados (EBITDA) da capacidade que a empresa tem em rentabilizar os seus ativos (ROA). Desta forma, os sinais sugerem que existe uma relação negativa entre a probabilidade de entrada em PER para o primeiro indicador de rentabilidade e uma relação positiva com o segundo indicador. Conclui-se então que, três anos antes do evento, a relação entre a rentabilidade da empresa e a probabilidade de esta entrar em PER não é clara o suficiente.

Apesar desde último modelo não apresentar uma conclusão direta relativa à rentabilidade, é de salientar que o EBITDAV e o ROA apresentam um grau de significância de 5% e 10%, respetivamente. Assim, sendo o ROA e o EBITDAV rácios de rentabilidade, os resultados deste modelo podem ser analisados de outra forma. Os resultados sugerem que o ROA é marginalmente significativo, enquanto o EBITDAV é estatisticamente significativo pois o p-value é inferior a 0,05. Posto isto, e analisada a hipótese de investigação com base no rácio estatisticamente significativo (ROA), sendo que o mesmo rejeita a hipótese nula, pois apresenta sinal contrário ao esperado.

Tendo em conta o período em análise que coincide com anos de recessão económica, o nível de *distress* financeiro das empresas aumenta, quer pela diminuição das vendas (espelhadas na significância apresentada pelo EBITDAV) quer por outras oscilações no mercado que influenciem a rentabilidade das empresas. Neste estudo, o aumento do *distress* financeiro pode ter sido provocado pelo aumento gradual das taxas de juro, devido à inflação e à COVID-19, que alterou o paradigma empresarial. O facto da Taxa de Juro (Euribor a 12 meses) ser o indicador significativo nos três anos anteriores à ocorrência do evento denota que, as empresas foram apresentando cada vez mais dificuldades. A razão pela qual a rentabilidade não surge significativa nos restantes modelos pode sugerir que pelo levantamento das restrições da COVID-19, as empresas começaram, mesmo que a ritmos baixos, a recuperar apesar do agravamento das taxas de juro que influenciam a viabilidade económica da empresa. É relevante reforçar que os credores só assinam acordos para a entrada em PER, quando têm a perceção de que a empresa vá gerar capital suficiente para suprir as dívidas para com os credores. É de mencionar que alguns acordos isentam as empresas do pagamento de taxas de juro, e sendo Portugal um país onde as empresas recorrem bastante a financiamentos bancários, essa isenção faz com que a sua liquidez possa aumentar de forma que a empresa consiga cobrir outros custos.

CAPÍTULO 5. CONCLUSÃO

5.1 – Notas Finais

Esta dissertação utiliza uma amostra constituída por empresas do setor do turismo em Portugal em forte *distress* financeiro no período compreendido entre 2014-2022 para identificar os fatores determinantes de uma entrada em PER com base na informação dos anos N-1, N-2 e N-3 relativa ao evento. A amostra final para N-1 é de 114 empresas (24 empresas não PER e 90 empresas PER), para o ano N-2 é de 158 empresas (66 empresas não PER e 92 empresas PER) e para o ano N-3 é de 167 empresas (89 empresas não PER e 78 empresas PER).

Os três modelos *logit* deste estudo têm por base os dados contabilísticos reportados pelas empresas de forma a calcular os rácios que servem de proxy para a rentabilidade, liquidez, dimensão e alavancagem, conjuntamente com indicadores macroeconómicos. Através da análise dos dados disponíveis conclui-se que, conjuntamente, esta informação é relevante para distinguir as empresas que aderem ao PER. Os três modelos obtiveram capacidades explicativas de 83,30%, 75,30% e 69,50% respetivamente para os anos N-1, N-2 e N-3.

Os resultados revelam, no entanto, que a única variável estatisticamente significativa nos três modelos estimados é a Taxa de juro (Euribor a 12 meses), o que sugere que, *ceteris paribus*, existe uma associação positiva entre as taxas de juro e a probabilidade de uma empresa da amostra em *distress* financeiro entrar em PER. Por outro lado, há evidência de que a condição económica e financeira das empresas, medida pela sua rentabilidade, liquidez, dimensão e alavancagem, não explicam a probabilidade destas mesmas aderirem ao PER nos dois anos anteriores ao evento. No entanto, para o ano N-3, existem dois indicadores de rentabilidade significativos, mas com sinais contrários. Estes resultados sugerem que a capacidade de a empresa transformar vendas em resultados (EBITDA) tem uma associação negativa com a probabilidade de entrada em PER enquanto a capacidade da empresa rentabilizar os seus ativos (ROA) tem uma associação positiva.

5.2 – Limitações

Este estudo apresenta algumas limitações que devem ser consideradas na análise dos resultados. Por exemplo, a amostra de empresas (especialmente não PER) é relativamente reduzida, o que limita a robustez das conclusões. A falta de informação contabilística nas bases de dados para as empresas identificadas é notória e está muito provavelmente

relacionada com a situação de pré-falência que muitas destas empresas apresentam. O facto do número de empresas PER ser superior ao número de empresas não PER poderia levar-nos a concluir que a maior parte das empresas em situações de forte financeira *distress* adere ao PER. No entanto, os dados públicos não suportam esta ideia, o que indicia que boa parte das empresas não PER não reporta informação contabilística nas situações de forte financeira *distress*. A não apresentação de resultados não é possível para as empresas que aderem ao PER uma vez que esta é uma condição necessária à aprovação do PER. Desta forma, o número de empresas não PER na amostra parece claramente subavaliado.

A possível manipulação dos valores contabilísticos por parte destas empresas e / ou a fraca qualidade da informação contabilística pode enviesar parte dos resultados obtidos uma vez que a esta amostra é constituída por dois grupos de empresas que estão em situações limite. Por outro lado, a ausência de estudos similares que possam servir de comparação dificulta a análise da robustez das conclusões, mas enfatiza a importância de estudos similares para se conhecer melhor esta realidade.

5.3 – Contribuições Futuras

Este estudo pode ser complementado através da inclusão de variáveis de *governance* para testar a importância desta informação na identificação dos determinantes da adesão ao PER no setor do turismo. Em particular, seria interessante investigar de que forma o género dos órgãos de administração influencia os dados obtidos através do modelo *logit*.

Não menos importante seria compreender o porquê de os dados apresentados pelas empresas não PER parecerem deter melhores valores no que respeita à liquidez e à rentabilidade, comparativamente às empresas PER.

BIBLIOGRAFIA

- Adams, R. B., Almeida, H. & Ferreira, D. (2005) Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *Review of Financial Studies*, 18, 1403-1432.
- Adams, R. B. & Ferreira, D. (2009) Women in the Boardroom and their Impact on Governance and Performance. *Journal of Financial Economics*, 94 (2), 291-309.
- Aldamen, H., Duncan, K., Kelly, S., McNamara, R. & Nagel, S. (2012) Audit Committee Characteristics and Firm Performance during the Global Financial Crisis. *Accounting and Finance*, 52 (4), 971–1000.
- Anderson, R. C. & Reeb, D. M. (2003) Founding-Family ownership and Firm Performance: evidence from the S&P 500. *Journal of Finance*, 58, 1301–1328.
- Altman, E. I. (1968) Financial Ratios, Discriminant Analysis and The Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, 23 (4), 589-609.
- Altman, E. I. & Hotchkiss, E. (eds) (2006) *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt*, Third Edition, USA, John Wiley & Sons, Inc.
- Altman, E. I & Sabato, G. (2007) Modelling Credit Risk for SMEs: Evidence from the U.S. Market. *Abacus*, 43 (3), 332-357.
- Argenti, J. (1976) *Corporate collapse: The Causes and Symptoms*, Londres, McGraw-Hill.
- Balgobin, R. & Pandit, N. (2001) Stages in the Turnaround Process: The Case of IBM UK. *European Management Journal*, 19(3), 301-316.
- Beaver, W. H. (1966) Financial Ratios as a Predictor of Failure. *Journal of accounting research*, 4, 71-111.
- Berrone, P., Cruz, C. & Gomez-Mejia, L. R. (2012) Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25, 258–279.
- Bonsall, S. B., Bozanic, Z. & Fischer, P. E. (2013) What do management earnings forecasts convey about the macroeconomy?. *Journal of Accounting Research*, 51, 225–266.

- Camacho-Miñano, M., Segovia-Vargas, M. & Pascual-Ezama, D. (2015) Which Characteristics Predict the Survival of Insolvent Firms? An SME Reorganization Prediction Model. *Journal of Small Business Management*, 53 (2), 340–354.
- Carmeli, A. & Schaubroeck, J. (2008) Organisational Crisis-Preparedness: The Importance of Learning from Failures. *Long Range Planning*, 41 (2), 177–196.
- Campbell, J. Y. & Viceira, L. M. (2005) The term structure of the risk–return tradeoff. *Financial Analysts Journal*, 61 (1), 34–44.
- Chancharat, N. (2008) An empirical analysis of financially distressed Australian companies: The application of survival analysis. Austrália, Universidade de Wollongong. Disponível em: Available at: <http://ro.uow.edu.au/theses/401/> (Acedido a 30.04.2023)
- Chordia, T. & Shivakumar, L. (2005) Inflation illusion and post-earnings-announcement drift. *Journal of Accounting Research*, 43, 521–556.
- Darrat, A. F., Gray, S., Park, J. C. & Wu, Y. (2016) Corporate Governance and Bankruptcy Risk. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 31 (2), 163-202.
- Davydenko, S. A. & Franks, J. R. (2008) Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K. *The Journal of Finance*, 63 (2), 565–608.
- Dimitras, A., Zanakis, S., & Zopounidis, C. (1996) A survey of business failure with an emphasis on prediction methods and industrial application. *European Journal of Operational Research*, 90 (3), 487–513.
- Edwards, A., Schwab, C. and Shevlin, T. (2013) Financial Constraints and the Incentive for Tax Planning. *American Taxation Association Midyear Meeting*. Tese de Doutoramento, Universidade de Toronto. Disponível em: <https://www.rotman.utoronto.ca/-/media/Files/Programs-and-Areas/Accounting/Edwards%20Rotman%20Conference.pdf> (Acedido em: 13.04.2023)
- Eisenberg, T., Sundgren, S. & Wells, M. (1998) Larger board size and decreasing firm value in small firms. *Journal of Financial Economics*, 48, 35-54.

- Elloumi, F. & Gueyie, J. P. (2001) Financial distress and corporate governance: an empirical analysis. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 1, 15–23.
- Ezzamel, M. & Mar-Molinero, C. (1990) The Distributional Properties Of Financial Ratios In UK Manufacturing Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 17(1), 1-29.
- Faccio, M., Masulis, R. W. & McConnell, J. (2006) Political connections and Corporate Bailouts. *The Journal of Finance*, 61, 2597–2635.
- Franks, J. R. & Sussman, O. (2005) Financial distress and bank restructuring of small to medium size U.K. companies. *The Review of Finance*, 9, 65–96.
- Freixas, X., Parigi, B. M. & Rochet, J. C. (2000) Systemic risk, interbank relations, and liquidity provision by the central bank. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 32 (3), 611–638.
- Gathecha, J. W. (2016) Effect of firm characteristics on financial distress of non-financial listed firms at Nairobi Securities Exchange, Kenya. Tese de Doutorado, Universidade de Kenyatta. Disponível em: <chrome-extension://efaidnbmnnnibpcajpcglclefindmkaj/https://ir-library.ku.ac.ke/bitstream/handle/123456789/14994/Effect%20of%20firm%20characteristics%20on%20financial%20distress.pdf?isAllowed=y&sequence=1> (Acedido a 20.05.2023)
- Geroski, P. A., Mata, J. & Portugal, P. (2010) Founding Conditions and the Survival of New Firms. *Strategic Management Journal*, 31(5), 510–529.
- Gilson, S. C. (1990) Bankruptcy, boards, banks, and blockholders: evidence on changes in corporate ownership and control when firms default. *Journal of Financial Economics*, 27, 355–387.
- Giroux, G. A. & Wiggins, C. E. (1984) An events approach to corporate bankruptcy. *Journal of Bank Research*, 15, 179–187.
- Gomez-Mejia, L. R., Cruz, C., Berrone, P. & De Castro, J. (2011) The bind that ties: socioemotional wealth preservation in family firms. *Academy of Management Annals*, 5, 653–707.

- Gupta, J., Barzotto, M. & Khorasgani, A. (2018) Does size matter in predicting SMEs failure? *International Journal of Finance & Economics*, 23 (4), 571-605.
- Habib, A., Costa, M. D., Huang, H. J., Bhuiyan, M. B. U., & Sun, L. (2020) Determinants and Consequences of Financial Distress: Review of the Empirical Literature. *Accounting & Finance*, 60, 1023-1075.
- Hannan, M. T. & Freeman, J. (1984) Structural Inertia and Organizational Change. *American Sociological Review*, 49 (2), 149.
- Honjo, Y. (2000) Business failure of new firms: An empirical analysis using a multiplicative hazards model. *International Journal of Industrial Organization*. 18(4), 557–574.
- Houston, J. F., Jiang, L., Lin, C. & Ma, Y. (2014) Political Connections and the Cost of Bank Loans, *Journal of Accounting Research*, 52 (1), 193–243.
- Ihua, B. (2009) SMEs Key Failure-Factors: A Comparison Between the United Kingdom and Nigeria. *Journal of Social Sciences*, 18 (3), 199-207.
- Isayas, Y. N. (2021) Financial distress and its determinants: Evidence from insurance companies in Ethiopia. *Cogent Business & Management*, 8 (1), 1-16.
- Jensen, M. C. (1993) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48 (3), 831-880.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A & Friedman, E. (2000) Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58, 141–186.
- Kane, G. D., Velury, U. & Ruf, B. M. (2005) Employee relations and the likelihood of occurrence of corporate financial distress. *Journal of Business Finance and Accounting*, 32, 1083–1105.
- Kristanti, F. T., Rahayu, S. & Huda, A. N. (2016) The determinant of financial distress on Indonesian family firm. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 440–447.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000) Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, 3–27.
- Le Breton-Miller, I., Miller, D. & Lester, R. H. (2011) Stewardship or agency? A social embeddedness reconciliation of conduct and performance in public family businesses. *Organization Science*, 22, 704–721.

- Lee, T. S. & Yeh, Y. H. (2004) Corporate governance and financial distress: evidence from Taiwan. *Corporate Governance: An International Review*, 12, 378–388.
- Levratto, N. (2013). From Failure to Corporate Bankruptcy: A Review. *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 2 (20), 1-15.
- Li, H., Li, J., Chang, P. C. & Sun, J. (2013) Parametric prediction on default risk of Chinese listed tourism companies by using random oversampling, isomap, and locally linear embeddings on imbalanced samples. *International Journal of Hospitality Management*, 35, 141–51.
- Liou, D. K. & Smith, M. (2007) Macroeconomic Variables and Financial Distress. *Journal of Accounting, Business & Management*, 14, 17–31.
- Liu, R., Han, H., Liu, F., Lv, Z., Wu, K., Liu, Y., & Zhu, C. (2020) Positive rate of RT-PCR detection of SARS-CoV-2 infection in 4880 cases from one hospital in Wuhan, China, from Jan to Feb 2020. *Clinica Chimica Acta*, 172-175, ISSN 0009-8981.
- Lo, A. W. (1986) Logit versus discriminant analysis: A specification test and application to corporate bankruptcies. *Journal of Econometrics*, 31 (2), 151–178.
- McCormack, G. & Wan, W. (2019) Transplanting Chapter 11 of the US Bankruptcy Code into Singapore’s restructuring and insolvency laws: opportunities and challenges. *Journal of Corporate Law Studies*, 19(1), 69-104.
- McGrath, R. G. (1999) Falling Forward: Real Options Reasoning and Entrepreneurial Failure. *Academy of Management Review*, 24 (1), 13–30.
- Miglani, S., Ahmed, K. & Henry, D. (2015) Voluntary corporate governance structure and financial distress: Evidence from Australia. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11, 18–30.
- Nahar, A. S. (2006) Directors’ remuneration, firm’s performance and corporate governance in Malaysia among distressed companies. *The International Journal of Business in Society*, 6 (2), 162–174.
- Neufeld, D. (2020) Visualizing the Countries Most Reliant on Tourism. *Visual Capitalist*. Disponível em: <https://www.visualcapitalist.com/countries-reliant-tourism/> (Acedido a 21.08.2023)

- Noga, T. J. & Schnader, A. L. (2013) Book-Tax Differences as an Indicator of Financial Distress. *Accounting Horizons*, 27 (3), 469–489.
- Oliveira, M. P. (2012) O Processo Especial de Revitalização: o novo CIRE. *Revista de Direito das Sociedades*, 4 (3), 707-726.
- Ooghe, H. & Sofie, P. (2006) Failure Processes and Causes of Company Bankruptcy: A Typology. *Working Paper series 2006/21*, Universidade de Ghent. Disponível em: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/00251740810854131/full/html> (Acedido a 08.02.2023)
- Ohlson, J. A. (1980) Finance ratios and the probabilistic prediction of bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, 18 (1), 109–131.
- Pacheco, L. M., Rosa, R. & Tavares, F. O. (2019) Risco de Falência de PME: Evidência no setor da construção em Portugal. *Innovar: Revista de Ciências Administrativas y Sociales*, 29 (71), 143-157.
- Pandit, N. R. (2000) Some Recommendations for Improved Research on Corporate Turnaround. *Management*, 3 (2), 31-56.
- Parker, S., Peters, G. F. & Turetsky, H. F. (2002) Corporate governance and Corporate Failure: a survival analysis. *The International Journal of Business in Society*, 2, 4–12.
- Richardson, G., Taylor, G. & Lanis, R. (2015) The impact of financial distress on corporate tax avoidance spanning the global financial crisis: evidence from Australia. *Economic Modelling*, 44, 44–53.
- Richardson, G., Lanis, R. & Taylor, G. (2015) Financial distress, outside directors and corporate tax aggressiveness spanning the global financial crisis: an empirical analysis. *Journal of Banking and Finance*, 52, 112–129.
- Khurshid, M. R. (2013) Determinants of Financial Distress Evidence from KSE 100 Index. *Business Review*, 8 (1), 7-19.
- Ropega, J. (2011) The Reasons and Symptoms of Failure in SME. *International Atlantic Economic Society*, 17, 476-483.

- Ross, S. A., Westerfield, R. W. & Jaffe, J. (1999) *Corporate Finance*, Tenth Edition, USA, McGraw-Hill/Irwin.
- Sharma, S., & Mahajan, V. (1980) Early warning indicators of business failure. *The Journal of Marketing*, 44, 80-89.
- Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997) A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), 737–783.
- Simpson, W. & Gleason, A. (1999) Board structure, ownership, and financial distress in banking firms. *International Review of Economics and Finance*, 8 (3), 281–292.
- Sloan, R. G. (2001) Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 335–347.
- Thim, C. K., Choong, Y. V., & Nee, C. S. (2011) Factors affecting financial distress: The case of Malaysian public listed firms. *Corporate Ownership and Control*, 8(4), 345–351.
- UNWTO (2020a) Impact Assessment of the Covid-19 Outbreak on International Tourism. Disponível em: <https://www.unwto.org/impact-assessment-of-the-covid-19-outbreak-on-international-tourism>. (Acedido em 14.06.2023)
- Voda, A. D., Dobrota, G., Țirca, D. M., Dumitracu, D. D. & Dobrota, D. (2021) Corporate Bankruptcy and Insolvency Prediction Model. *Technological and Economic Development of Economy*, 27 (5), 1039-1056.
- Westgaard, S. & Wijst, N. V. (2001) Default probabilities in a corporate bank portfolio: A logistic model approach. *European Journal of Operational Research*, 135(2), 2.
- Wieprow, J. & Agnieszka, G. (2021) The use of Discriminant Analysis to Assess the Risk of Bankruptcy of Enterprises in Crisis Conditions Using the Example of the Tourism Sector in Poland. *MDPI, RISKS* 9 (4), 1-11.
- WTTC (2020a) Travel & Tourism Global Economic Impact & Trends, London, UK. Disponível em: <https://wttc.org/Research/Economic-Impact> (Acedido em: 22.07.2023).

WTTC (2020c) To recovery & beyond, Future of travel & tourism. World travel & tourism council (WTTC). Disponível em: <https://wttc.org/Research/To-Recovery-Beyond> (Acedido em: 22.07.2023)

Yermack, D. (1996) Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40, 185-211.

Legislação

Decreto-Lei nº 53/2004, de 18 de março

Guia do Processo Especial de Revitalização

Lei nº 16/2012, de 20 de abril

O Processo Especial de Revitalização: O Novo CIRE