

# Empresas Zombie em Portugal nos sectores não transaccionáveis da Construção e dos Serviços: Impacto na Produtividade, no Investimento e no Emprego

Gabriel Osório de Barros

Universidade de Évora, 15 de Março de 2018



**Nota:** O estudo sobre as Empresas Zombie é da exclusiva responsabilidade dos seus autores e não reflecte obrigatoriamente as posições do GEE ou do Ministério da Economia.



© AMC



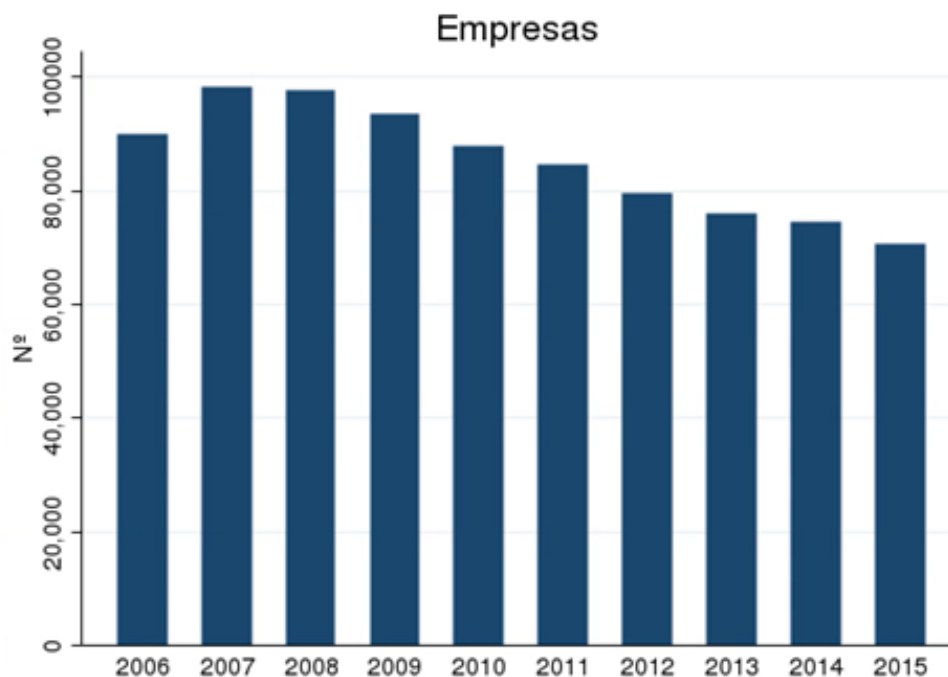
- O fenómeno das empresas zombie foi já profundamente analisado, em particular quanto ao caso do Japão.
- Vários autores associam a crise económica vivida na década de 1990 e a estagnação que o Japão tem vindo a registar à deterioração do sistema bancário japonês, o qual terá atribuído de forma continuada crédito a empresas mais fracas, muitas das quais em situação de insolvência, evitando que essas empresas tivessem que encerrar ou reestruturar, por um lado, e que o crédito pudesse ser canalizado para sectores mais produtivos, por outro.
- Se, à partida, não existirem obstáculos significativos à obtenção de crédito por parte das empresas e se as taxas de juro forem particularmente baixas, então existem condições determinantes para que permaneçam no mercado empresas sem viabilidade económica e com muito baixa produtividade – as chamadas Empresas Zombie.

- O GEE (Equipa de Avaliação de Políticas e Planeamento – Gabriel Osório de Barros, Filipe Caires e Dora Pereira) realizou recentemente um estudo sobre a existência de Empresas Zombie em sectores menos abertos à concorrência externa.
- O trabalho procurou enquadrar o problema, fazendo referência às características intrínsecas às empresas zombie, com base na tipologia referida na literatura sobre o tema.
- Neste estudo, considerou-se como Zombie as empresas que tenham permanecido no mercado mais de 10 anos e que apresentem um rácio de cobertura de juros pelos cash-flows inferior a 1 durante, pelo menos, 3 anos consecutivos.

- Procurou-se centrar o estudo em dois grandes sectores não transaccionáveis, a Construção e os Serviços, por estarem menos sujeitos a concorrência externa.
  
- Mais especificamente, os sectores descritos correspondem às secções
  - E - Serviços de distribuição de água, Saneamento, Gestão de resíduos e despoluição;
  - F – Construção;
  - G - Comércio por grosso e a retalho, Reparação de automóveis e motociclos; e
  - L – Actividades Imobiliárias

- Para aferir a extensão do problema e caracterizar o comportamento das empresas relativamente às opções de crédito e de investimento, e daí seleccionar as empresas consideradas como zombies, recorreremos a dados de painel sobre as empresas.
- Esta informação, retirada das declarações anuais de rendimentos tal como são reportados ao Ministério das Finanças, e inseridos na Informação Empresarial Simplificada (IES), é fornecida pelo Banco de Portugal através do seu Laboratório de Microdados (BPLim) e é relativa ao período de 2006 a 2015.

- Neste estudo, consideramos uma amostra final de 179.512 empresas ao longo de 10 anos. Consideramos apenas empresas que declaram ter actividade em anos consecutivos e com informação disponível acerca das variáveis chave (como número de empregados, valor do seu activo ou volume de negócios) e que operam nos sectores de interesse.

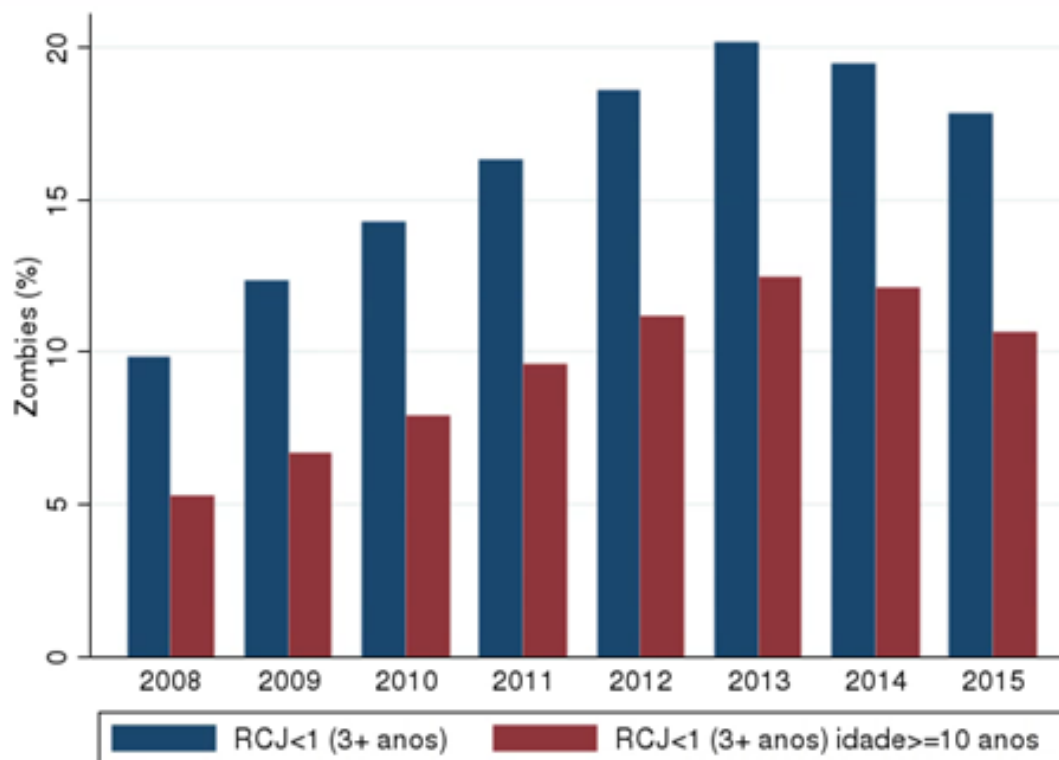


- O estudo mostra que, entre 2008 e 2015, nos sectores portugueses não transaccionáveis da Construção e Serviços, entre 5,2% (2008) e 12,5% (2013) das empresas no mercado eram zombies.

<b>Ano</b>	<b>Empresas</b>	<b>Zombies</b>	<b>% Zombie</b>
<b>2008</b>	97857	5125	5,2%
<b>2009</b>	93565	6209	6,6%
<b>2010</b>	87798	6911	7,9%
<b>2011</b>	84786	8096	9,6%
<b>2012</b>	79709	8891	11,2%
<b>2013</b>	76169	9505	12,5%
<b>2014</b>	74483	9035	12,1%
<b>2015</b>	70566	7517	10,7%



- No gráfico seguinte pode ver-se a real prevalência do fenómeno das Empresas Zombie na Economia em percentagem do universo de empresas, quer considerando apenas o critério de RCJ quer considerando também a idade.



- Observa-se um claro agravamento do problema zombie ao longo do período que coincide com a crise da dívida soberana e o PAEF, período de extraordinárias dificuldades para as empresas.
- Observa-se também uma ligeira melhoria nos anos de 2014 e 2015 mas seria precoce tecer considerações acerca da sustentabilidade de tal melhoria sem analisar os anos mais recentes.

- Importante para a aferição do impacto zombie na economia é não apenas a prevalência deste tipo de empresas mas também os recursos que estas captam.
- Esta é a medida utilizada para quantificar a presença zombie ao estimar o seu impacto nas empresas saudáveis.
- Assim, no gráfico seguinte podemos observar a percentagem de activos “presos” em empresas zombie ao longo do período. O valor de cada ano representa a média da percentagem de activo preso em empresas zombie em cada sector.



- Os valores dos activos “presos” em empresas zombie acompanham o movimento da prevalência zombie ao longo do período, aumentando consistentemente até 2013 e baixando nos anos seguintes, oscilando entre aproximadamente 5 e 10%.
- O valor é mais baixo do que o relativo à prevalência, mas ainda assim bastante significativo, evidenciando o fenómeno zombie enquanto problema real na economia portuguesa no período em análise.

- Baseada em Caballero et al. (2008):

$$Y_{imt} = \beta_1 NonZ_{imt} + \beta_2 NonZ_{imt} * Zashare_{mt} + Zashare_{mt} + \gamma'_t + \delta'_m + \varepsilon_{imt}$$

- Na equação acima,  $Y_{imt}$  representa a variável explicada – investimento, emprego ou produtividade do factor trabalho. Investimento (I/K) é calculado como a variação anual do logaritmo natural do capital. Emprego (E) é calculado como a variação percentual anual no emprego, medido por número de empregados remunerados a tempo completo.  $NonZ_{imt}$  é uma dummy que identifica empresas saudáveis ( $=1$ ).  $Zashare_{mt}$  representa a fracção de activos do sector (2 dígitos) “presos” em empresas zombie em cada período.  $\gamma'_t$  e  $\delta'_m$  representam, respectivamente, vectores de dummies de ano e sector.

- Baseada em McGowan et al. (2017):

$$Y_{imt} = \beta_1 NonZ_{imt} + \beta_2 NonZ_{imt} * Zashare_{mt} + \gamma' size_{imt} + \delta young_{imt} + \varphi'_{mt} + \varepsilon_{imt}$$

- Incluímos na equação características da empresa, nomeadamente um vector de dummies de tamanho (micro, pequena, média ou grande empresa) e a variável dummy  $young_{imt}$ , igual a 1 se a empresa tem menos de 6 anos. Incluímos ainda efeitos fixos não observáveis ao nível de sector-ano, e retiramos a variável  $Zashare_{mt}$  por, dada a estrutura alternativa de efeitos fixos, não ser possível identificar o seu coeficiente.
- A inclusão de efeitos não observáveis de sector-ano pretende confirmar que o efeito negativo encontrado não é explicado por algum factor não observável que torne determinado sector especialmente nociva em determinado ano, controlando assim para todos os factores que afectam o sector m no ano t.

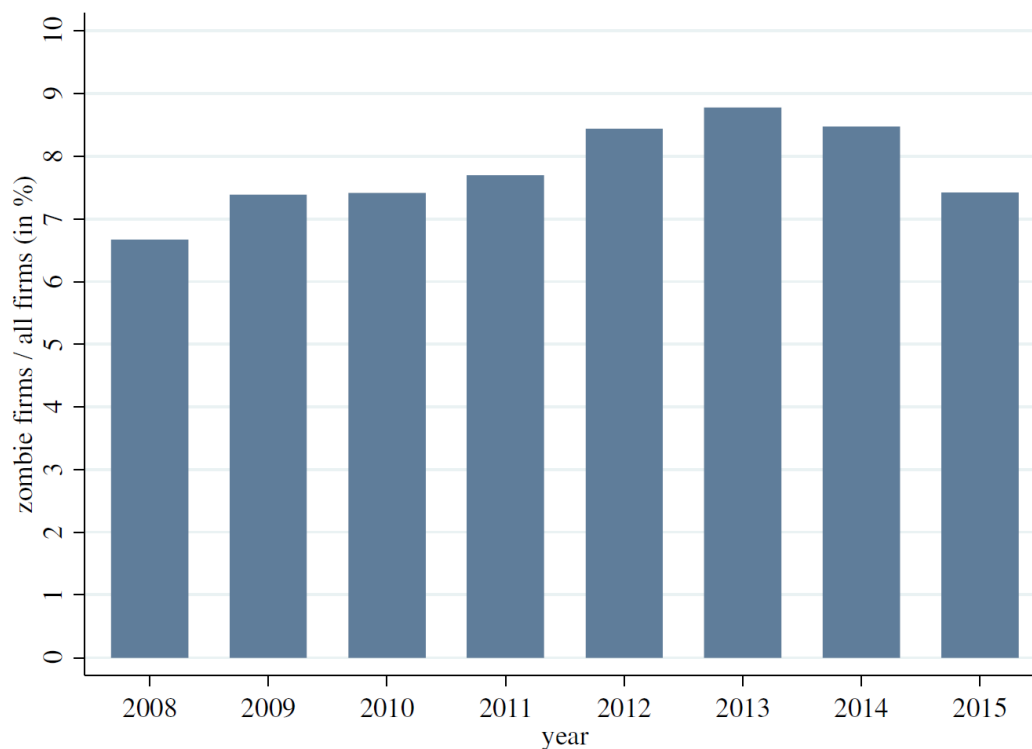
- Os resultados indicam que a presença de zombies nestes sectores da economia portuguesa poderá ter retardado a recuperação da economia, distorcendo a captação e aplicação de recursos por parte de empresas saudáveis.
- Verificou-se que os coeficientes para a produtividade do factor trabalho são positivos e significativos, confirmando que um aumento na fracção de activos presos em empresas zombie está relacionado com um aumento do hiato de produtividade entre empresas zombie e empresas saudáveis.
- Confirmamos ainda as previsões teóricas e os resultados empíricos anteriores de que uma maior presença zombie na Construção e nos Serviços tem implicações significativamente negativas nas empresas saudáveis a operar no mesmo sector, nomeadamente reduzindo o investimento e o emprego e aumentando o hiato de produtividade entre as empresas mais e menos produtivas de cada sector.

- Os valores encontrados são significativamente inferiores aos apresentados pela Universidade do Minho, no trabalho realizado recentemente sobre investimento empresarial (encomendado pela Gulbenkian).
- A Universidade do Minho, para todos os sectores, apresenta uma taxa de Empresas Zombie de 35,5% em 2012 e 26,1% em 2015.
- A diferença explica-se pela metodologia usada para identificar empresas Zombie, sendo que a do GEE foi mais exigente.
- Como vimos, o GEE considera como Zombies as empresas com pelo menos 10 anos que apresentem fundos gerados anualmente (cash-flow) inferiores aos juros suportados com o custo de financiamento durante 3 anos consecutivos.



- A Universidade do Minho considera todas as empresas, mesmo as que estão a iniciar actividade, e parte de uma taxa de juro de curto ou longo prazo (mercado monetário interbancário a 3 meses e dívida pública portuguesa a 10 anos, respectivamente), e assume que os bancos que emprestam a preços mais baixos estão a financiar Empresas Zombie, subsidiando na prática a sua continuação no mercado para não reconhecerem o crédito mal parado.
- Esta metodologia foi aplicada inicialmente no Japão, mas utilizando taxas efectivamente praticadas pelos bancos às empresas, e não taxas de interbancário ou de dívida pública.
- Estas taxas até poderão ser conservadoras em períodos de estabilidade, mas isso não aconteceu em Portugal a partir de 2011. Por isso, e pelo facto de incluir empresas novas, pensamos que esta metodologia pode ser de aplicação mais dúbia para o caso português e tenderá a exagerar os valores.

- Os número obtidos no estudo do GEE estão mais próximos do estudo de Gouveia e Osterhold (2018) [*forthcoming*], o qual utilizou critérios semelhantes para definir as empresas Zombie (a definição de McGowan et al. (2017)), embora aquele estudo não tenha sido dirigido particularmente para sectores não transaccionáveis.



**Muito obrigado!**

Gabriel Osório de Barros – [gabriel.barros@gee.min-economia.pt](mailto:gabriel.barros@gee.min-economia.pt)

