

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE  
E ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA



ESTUDO DA EVOLUÇÃO DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL E  
RENDIBILIDADE – NO SETOR DA  
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA  
PORTUGUESA

---

Patrícia Alexandra Cabral da Cruz

Lisboa, Mês de Abril 2019

Nota: a presente dissertação foi escrita ao abrigo do novo acordo ortográfico.

INSTITUTO POLITÉCNICO DE LISBOA  
INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E  
ADMINISTRAÇÃO DE LISBOA

ESTUDO DA EVOLUÇÃO DA  
ESTRUTURA DE CAPITAL E  
RENDIBILIDADE – NO SETOR DA  
INDÚSTRIA TRANSFORMADORA  
PORTUGUESA

Patrícia Alexandra Cabral da Cruz

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Análise Financeira, realizada sob a orientação científica do Especialista Arménio Fernandes Breia Professor Adjunto da área de Finanças e Economia, subárea de Finanças e sob a coorientação do Especialista Cândido Jorge Peres Moreira, Professor Assistente da área de Finanças e Economia, subárea de Finanças.

Constituição do júri:

Presidente: Doutor Joaquim Ferrão

Arguente: Especialista Mário Mata

Vogal: Especialista Arménio Breia

Lisboa, Mês de Abril 2019

Declaro ser a autora desta dissertação, que constitui um trabalho original e inédito, que nunca foi submetido (no seu todo ou qualquer das partes) a outra instituição de ensino superior para obtenção de um grau académico ou outra habilitação. Atesto ainda que todas as citações estão devidamente identificadas. Mais acrescento que tenho consciência de que o plágio – a utilização de elementos alheios sem referência ao seu autor – constitui uma grave falta de ética, que poderá resultar na anulação da presente dissertação.

## **Agradecimentos**

Quero deixar o meu agradecimento a todos os que foram incansáveis nesta jornada e que sempre me levantaram a moral e deram forças nos momentos que mais necessitei para completar este percurso.

Em primeiro lugar, agradeço ao meu orientador Professor Dr. Arménio Breia a sua disponibilidade, orientação, apoio e sabedoria que me transmitiu ao longo da execução deste trabalho. Um obrigada também ao meu co-orientador Professor Dr. Cândido Peres pela paciência e tempo que despendeu a aconselhar-me e esclarecer dúvidas pertinentes.

Não menos importante, quero agradecer à minha família pelo apoio moral que me deram neste processo, realçando o papel da minha mãe por sempre me ter dado possibilidades de continuar o meu processo de formação académica. Ao meu companheiro que me ajudou a gerir o tempo e me motivou, aos meus amigos que sabem quem são e sempre acreditaram que eu seria capaz de concluir esta etapa, contudo não quero deixar de referir a Madalena que foi essencial em muitas fases da elaboração desta dissertação.

## Resumo

O estudo proposto consiste na análise da evolução da estrutura de capital e da rentabilidade das empresas do setor da indústria transformadora em Portugal entre 2012 e 2017.

Relativamente à estrutura de capital das empresas, fizemos uma breve abordagem sobre algumas teorias mais conhecidas nomeadamente: Modigliani & Miller, *Trade-Off*, *Pecking Order*, Assimetria de Informação e Agência. Identificámos os rácios económico-financeiros que considerámos pertinentes para a nossa análise, tais como a Autonomia Financeira, Rentabilidade dos Capitais Próprios e do Ativo, Margem EBITDA (*Earning Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*) e o Peso do Passivo Remunerado.

Para a elaboração do nosso estudo, a informação financeira nele contida é extraída da Central de Balanços do Banco de Portugal, relativamente às empresas do setor da indústria transformadora portuguesa, em particular do CAE 14 – indústria do vestuário, e do CAE 16 – indústria da madeira e da cortiça, no intervalo de período entre 2012 e 2017. A abordagem passou por análise de estudos já elaborados pelo Banco de Portugal sobre as Sociedades Não Financeiras para que pudéssemos comparar o comportamento da globalidade das empresas com estes dois setores de atividade.

Relativamente às conclusões obtidas, nem sempre a evolução dos setores analisados acompanhou o verificado na globalidade das sociedades não financeiras.

**Palavras-Chave:** Estrutura de capital, Rentabilidade, Endividamento, Setor da indústria transformadora, Análise Financeira.

## **Abstract**

The subject we propose to study is an analysis of the evolution of capital structure, as well as the recent history of profitability of portuguese manufacturing companies.

Regarding the capital structure of companies, we did a brief approach about the most known theories: Modigliani & Miller, Trade-Off, Bankruptcy Costs, Pecking Order, Information Asymmetry and Agency. We identified the economical and financial ratios that we considered more relevant for the analyses, such as the Financial Autonomy, Return on Equity and Operating Asset, EBITDA (Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization) Margin and the Interest-bearing liabilities.

In our approach we've also identified the funding of the companies analysed.

For the elaboration of our study, the financial data in which it's based was extracted from the Central de Balanços do Banco de Portugal, regarding the companies from the Portuguese manufacturing industry, in particular, from the clothing textile, wood and cork sectors, during the period between 2012 and 2017.

Regarding the conclusions that we saw not always the evolution of the companies were the same as the total of non-financial companies and the behaviour from that period was not the expected through the time that we are analysing.

**Key Words:** Capital structure, Profitability, Debt, Manufacturing Sector, Financial Analyses.

# Índice

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Introdução.....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>1.1. Justificação e motivações para o tema em análise.....</b>         | <b>3</b>  |
| <b>1.2. Objeto e objetivos do estudo .....</b>                            | <b>5</b>  |
| <b>1.3. Metodologias .....</b>  | <b>5</b>  |
| <b>2. Revisão da literatura.....</b>                                      | <b>7</b>  |
| <b>2.1. A importância da informação financeira .....</b>                  | <b>7</b>  |
| <b>2.2. Gestão financeira de curto e médio e longo prazo.....</b>         | <b>9</b>  |
| <b>2.3. Estrutura de capital das empresas .....</b>                       | <b>13</b> |
| 2.3.1. Capital Próprio.....   | 15        |
| 2.3.2. Política de dividendos .....                                       | 16        |
| 2.3.3. Capital alheio.....  | 19        |
| <b>2.4. A Criação de Valor e as Teorias de Estrutura de Capital .....</b> | <b>24</b> |
| 2.4.1. Modigliani e Miller .....  | 26        |
| 2.4.2. Teoria Trade -Off .....  | 27        |
| 2.4.3. Teoria da agência .....  | 29        |
| 2.4.4. Teoria <i>Pecking Order</i> e a Assimetria da Informação .....     | 32        |
| <b>2.5. Variáveis da estrutura de capital .....</b>                       | <b>34</b> |
| 2.5.1. Dimensão .....   | 35        |
| 2.5.2. Rendibilidade .....  | 36        |
| 2.5.3. Tangibilidade dos ativos .....                                     | 37        |
| 2.5.4. Risco .....  | 38        |
| <b>2.6. Caracterização das empresas portuguesas – visão geral .....</b>   | <b>39</b> |
| <b>3. Estudo Empírico.....</b>  | <b>42</b> |
| <b>3.1. Questões para investigação.....</b>                               | <b>42</b> |
| <b>3.2. Objetivos .....</b>   | <b>43</b> |
| <b>3.3. Justificação dos setores em análise.....</b>                      | <b>43</b> |
| <b>3.4. Indicadores económico-financeiros .....</b>                       | <b>45</b> |
| <b>3.5. Estudos setoriais do Banco de Portugal .....</b>                  | <b>47</b> |
| 3.5.1. CAE 14 - Indústria do vestuário .....                              | 48        |
| 3.5.2. CAE 16 - Indústria da madeira e da cortiça .....                   | 51        |
| 3.5.3. Sociedades não financeiras .....                                   | 54        |
| <b>3.6. Descrição da amostra.....</b>                                     | <b>58</b> |
| <b>3.7. Análise dos setores .....</b>                                     | <b>58</b> |
| <b>4. Considerações finais .....</b>                                      | <b>63</b> |
| <b>4.1. Respostas às questões de investigação .....</b>                   | <b>63</b> |

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| 4.2. Conclusão .....            | 69        |
| 4.3. Limitações do estudo ..... | 70        |
| <b>Bibliografia.....</b>        | <b>72</b> |

## Índice de Figuras

|  |    |
|--|----|
| Figura 2.1 – Rácios de endividamento .....   | 22 |
| Figura 2.2 – Teoria Trade-off.....   | 29 |
| Figura 2.3 – Custos de agência de capital próprio .....                                | 30 |
| Figura 2.4 – Teoria <i>Pecking order</i> : Prioridades.....                            | 33 |
| Figura 2.5 – União Europeia: Classificação de Empresas Quanto à Dimensão .....         | 39 |
| Figura 2.6 – Número total das SNF por dimensão em 2016 .....                           | 40 |
| Figura 2.7 – Volume de negócios das SNF por dimensão em 2016.....                      | 40 |
| Figura 3.1 – Peso do VN das atividades não financeiras em Portugal no ano de 2016 ...  | 44 |
| Figura 3.2 – Evolução RCP: Indústria dos têxteis e vestuário .....                     | 48 |
| Figura 3.3 – Evolução AF: Indústria dos têxteis e vestuário .....                      | 49 |
| Figura 3.4 – Evolução RCP: Setores da Madeira, Cortiça e Papel .....                   | 52 |
| Figura 3.5 – Evolução AF: Setores da Madeira, Cortiça e Papel .....                    | 53 |
| Figura 3.6 – Taxa de crescimento VN 2012 por setores de atividade económica.....       | 54 |
| Figura 3.7 – Taxa de crescimento VN 2017 por setores de atividade económica.....       | 55 |
| Figura 3.8 – RCP: SNF 2016 e 2017 .....  | 56 |
| Figura 3.9 – AF: SNF 2016 e 2017.....  | 57 |
| Figura 3.10 – Gastos de financiamento SNF: 2016 e 2017.....                            | 57 |
| Figura 3.11 – CAE 14: Indústria do Vestuário .....                                     | 58 |
| Figura 3.12 – CAE 14: Autonomia Financeira vs Rendibilidade dos Capitais próprios .... | 60 |
| Figura 3.13 – CAE 16: Indústria da Madeira e Cortiça.....                              | 61 |
| Figura 3.14 – CAE 16: Autonomia Financeira vs Rendibilidade dos Capitais próprios .... | 62 |
| Figura 4.1 – Autonomia Financeira CAE 14 e CAE 16 .....                                | 64 |
| Figura 4.2 – Peso Passivo Remunerado: CAE 14 e CAE 16.....                             | 65 |
| Figura 4.3 – Margem EBITDA: CAE 14 e CAE 16 .....                                      | 67 |
| Figura 4.4 – ROA: CAE 14 e CAE 16 .....  | 67 |
| Figura 4.5 – RCP: CAE 14 e CAE 16 .....  | 68 |

## Índice de abreviaturas

AF – Autonomia Financeira

BDP – Banco de Portugal

CAE – Classificação de Atividade Económica

EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

INE – Instituto Nacional de Estatística

FM – Fundo de Maneio

FML – Fundo de Maneio Líquido

NFM – Necessidades de Fundo de Maneio

PME – Micro pequenas e Médias Empresas

PORDATA – Base Dados Portugal Contemporâneo

RCP – Rendibilidade dos Capitais Próprios

ROA – Return on Assets

ROE – Return on Equity

SNF – Sociedades Não Financeiras

TL – Tesouraria Líquida

VAL – Valor Atual Líquido

VN – Volume de Negócios

# 1. Introdução

Ao longo das últimas décadas, a economia tem atravessado alguns períodos complicados no que diz respeito a crises económico-financeiras. Em 1929 assistimos ao acontecimento que marcou as economias de vários países, teve origem nos Estados Unidos da América (EUA), na bolsa de Nova Iorque e rapidamente se espalhou por todo o mundo, afetando várias economias - o *crash* bolsista - que rapidamente se transformou na grave crise mundial do início do século XX.

Mais recentemente, em 2008 assistimos nos EUA ao início da chamada crise do *Subprime* em que mais uma vez se verificou o efeito de contágio, tendo-se alastrado a outras economias pelo mundo. Esta crise começou por afetar as empresas do setor financeiro e rapidamente condicionou a gestão das dívidas soberanas e as condições de financiamento das empresas. Um dos motivos que levou ao aparecimento da crise foi a facilidade de acesso ao crédito e baixas taxas de juro que caracterizaram a década de 1990 e que mais tarde se refletiram em grandes dificuldades nas condições e no acesso ao mercado de crédito por parte de pequenas e médias empresas.

Tal como Alves (2013) afirma,

a crise económica e financeira dos nossos dias tem tido impactos transversais na economia e na sociedade e as empresas não têm sido imunes a esse cenário, nomeadamente no que diz respeito às suas escolhas de financiamento.

As crises têm um grande impacto nas economias de cada país sendo exigido um grande esforço às empresas, sendo que nem todas têm capacidade e uma estrutura de capital suficientemente sólida para manter a sua atividade, e por isso muitas atravessam períodos de fortes dificuldades, chegando algumas a declarar insolvência. Em Portugal, a crise que temos sentido e vivido nos últimos tempos, é marcada pelo sobre-endividamento das empresas tornando-se crucial analisar a capacidade e estrutura financeira, visando que os compromissos assumidos (curto e médio e longo prazos) sejam assegurados de forma a garantir e proteger a sustentabilidade empresarial.

Em períodos de crise, verificam-se aumentos nos níveis de endividamento das empresas que resultam da incapacidade para pagar aos seus credores e por isso levando, no extremar dos casos, a que estas fracassem e declarem insolvência. Uma empresa declara insolvência quando não tem mais capacidade de solver as suas dívidas perante os credores e tal como Ross, Westerfield e Jordan (1995) referem a insolvência ocorre quando uma empresa atinge

o limite máximo dos seus ativos em que não são suficientes para cumprir com o passivo, ocorrendo uma transferência dos ativos dos acionistas para os credores.

Por outro lado, algumas vezes, as empresas fracassam simplesmente porque os gestores não tomaram as decisões mais acertadas para a sua organização. Sendo estas orientadas para determinado objetivo, o alcance deste, determina a eficiência da tomada de decisão, ou seja, se o objetivo for alcançado, à partida é um indicador de que a empresa está a ser bem-sucedida. A análise financeira associada a algumas outras metodologias possibilita uma perceção sobre o estado e posição financeira das empresas, permitindo analisar algumas consequências das ações tomadas e das decisões necessárias para alcançar os objetivos anteriormente delineados.

O nosso trabalho consiste na análise de dois subsectores de empresas, utilizando valores médios, com o objetivo de chegar a conclusões sobre a saúde económica das empresas dos sectores seleccionados num determinado período de tempo.

O objetivo de uma empresa é de maximizar o seu valor através da melhor combinação entre o capital próprio e alheio para que quanto maior e melhor o seu valor, maior as chances de atrair *stakeholders*. O estudo da estrutura de capital de uma empresa é exatamente a análise de qual a melhor combinação de capital próprio e capital alheio que uma empresa consegue obter para maximizar o seu valor. Dentro do tema de finanças empresariais o estudo sobre a estrutura de capital ótima de uma empresa, tem originado um grande debate na procura de um consenso acerca da existência ou não de uma estrutura ideal. Existe um conjunto de variáveis que influencia a estrutura de capital das empresas e por isso, na nossa revisão de literatura, identificámos um conjunto de variáveis que consideramos serem relevantes para a determinação e avaliação da estrutura de capital ótima de uma empresa.

Em Portugal, segundo o Instituto Nacional de Estatística (INE), as Pequenas e Médias Empresas (PME) têm sido, nos últimos anos, as principais responsáveis pela criação de emprego, sendo reconhecidas como o pilar da economia nacional. Apesar deste facto, decidimos que para o nosso estudo seria mais abrangente e completo fazer uma análise do total das empresas de dois subsectores da indústria transformadora ao invés de nos focarmos só na análise das PMEs. Os subsectores que seleccionamos foram o CAE 14 - da indústria do vestuário, e o CAE 16 - da madeira e cortiça, estando os motivos da escolha justificados mais à frente no nosso trabalho.

De um modo geral, o que pretendemos com o nosso estudo será conhecer o comportamento das empresas dos setores em análise num determinado período de tempo, comparar as conclusões com estudos anteriormente realizados e ainda com o total das sociedades não financeiras (SNF) em Portugal.

### **1.1. Justificação e motivações para o tema em análise**

Com a crise financeira mundial que se iniciou em meados de 2008, a economia mundial e também a portuguesa têm sofrido drásticas mudanças e consequências que são bem visíveis na *performance* económico-financeira das empresas de todos os setores de atividade. Os negócios ficaram mais vulneráveis e o endividamento com taxas de juro crescentes levou muitas empresas à falência.

Para evitar que uma empresa chegue à situação de falência um gestor financeiro tem um papel essencial no sentido em que as suas decisões definem o futuro da empresa. Tal como Brealey, Myers e Allen (2007) explicam ele é a ponte de ligação entre a atividade operacional da empresa e os mercados financeiros local onde os investidores adquirem os ativos financeiros emitidos pela empresa. É esse gestor que define as melhores estratégias para a empresa e quais os meios que a mesma deve seguir para obter os seus resultados, isto é, decisões sobre a estrutura de capital da empresa. Pelo papel determinante que ele tem no caminho que uma empresa pode seguir, decidimos explorar melhor o tema da importância da gestão financeira nas decisões económico-financeiras de uma empresa.

A conjugação da estrutura de capital das empresas é bastante importante principalmente em situações de dificuldades financeiras. Martins, Cruz, Augusto, Silva e Gonçalves (2016) explicam que a estrutura de capitais resulta de várias fontes de financiamento que podem ir desde dívida à emissão de ações. Os passos dados pelos gestores relativamente à composição do capital, devem ser cuidadosamente analisados e medidos antes de se tomarem quaisquer decisões sobre o futuro da empresa. Um dos fatores que influencia a tomada de decisão é o custo da dívida que tende a aumentar com o progredir das dificuldades financeiras. Para Brealey *et al.* (2007) a definição de custo do capital corresponde “à rendibilidade previsional de uma carteira composta por todos os títulos de uma empresa” em que o custo do capital é estimado com base nas taxas de juro associadas ao custo do endividamento e com base na taxa de rendibilidade previsional exigida por investidores associadas ao custo do capital próprio das ações ordinárias da empresa. Outros autores tais como Martins *et al.* (2016) definem custo de capital pela média dos retornos requeridos pelos vários fornecedores de

capital através de uma avaliação do peso de cada fonte relacionando com várias vertentes da gestão financeira.

Como Martins *et al.* (2016) referem, para uma empresa investir são necessários meios de financiamento que podem ser obtidos de várias maneiras nomeadamente através de empréstimos bancários ou da emissão de títulos. Ambos os métodos têm um custo de capital associado que por sua vez será decisivo para a tomada de decisão de investimento da empresa. As consequências mais diretas dos empréstimos estão relacionadas com as limitações que o aumento do custo da dívida possa provocar nos níveis de investimento. Para além das dificuldades financeiras, o crescimento do investimento via financiamento tem impedimentos sobre o ponto de vista do setor bancário, na medida em que este apresenta uma posição mais firme e rigorosa relativamente à concessão de crédito, uma vez que também estes passam períodos conturbados.

No tema do investimento, o assunto dos dividendos ou de forma mais genérica distribuição de resultados, também é importante pois tal, como Brealey *et al.* (2007) referem, “as decisões de uma empresa sobre dividendos interligam-se, frequentemente, com outras decisões de investimento”. Após o apuramento do Resultado Líquido no final de cada Exercício, Borges Matias (2007) indica que, os gestores enfrentam uma decisão sobre o que fazer com estes valores criando um dilema pois existem vários prós e contras para a distribuição ou retenção de resultados, sendo claro que os gestores só enfrentam este dilema se os resultados do período forem positivos como esperado. Espera-se assim que as empresas mais estáveis financeiramente, ou com menores dificuldades em se financiar, tenham uma taxa de retenção de resultados menor que outras onde isso não se verifique.

A distribuição dos resultados em forma de dividendos aos acionistas exige que os gestores reflitam sobre como pretendem devolver o dinheiro aos seus acionistas nomeadamente através da compra de ações ou do pagamento de dividendos. Esta decisão está muitas vezes interligada com outras decisões de financiamento e de investimento onde por exemplo, o pagamento de dividendos baixos pode não significar que os lucros não tenham sido elevados, mas sim ter sido estrategicamente analisado pelos gestores no sentido em que estes preveem um crescimento e desempenho positivo para a empresa e por isso, retêm os resultados para um investimento futuro na empresa (Brealey *et al.*, 2007). Mais à frente, detalharemos um pouco mais este tema, de modo a identificarmos como a política de dividendos afeta o valor da empresa.

A política de distribuição de dividendos é um tema que deriva da composição da estrutura de capital das empresas e como tal, para compreendermos quais os fatores que direta ou indiretamente a influenciam fizemos uma abordagem teórica sobre a constituição da estrutura de capital (capital próprio e capital alheio) e também algumas variantes que podem alterar o seu valor.

Por todos os conjuntos de fatores que enunciamos serem bastante complexos e com um grau de importância elevado para o tema da rentabilidade e *performance* das empresas, decidimos explorar este assunto de modo a dar continuidade aos estudos existentes, mas também pela consolidação e aprofundamento do conhecimento sobre estrutura de capital, a rentabilidade das empresas e as questões associadas.

## **1.2. Objeto e objetivos do estudo**

A presente dissertação tem como objeto de estudo a estrutura de capital e a rentabilidade das empresas portuguesas utilizando como base informação recolhida da Central de Balanços do Banco de Portugal (BdP), e outros estudos. O BdP disponibiliza uma série de indicadores económico-financeiros já calculados por setores, dimensão e período que serviram de base para as nossas análises. O estudo através de dados estáticos de indicadores de análise financeira definidos com base em amostras de empresas presentes em Centrais de Balanços relativos a conjuntos de empresas, permite reforçar o conhecimento empírico das estruturas industriais e económicas - Cohen (1995). O objetivo principal é a análise à evolução da estrutura de capital e rentabilidade de empresas industriais, nomeadamente dos subsectores dos CAE 14 e 16, da indústria vestuário e da madeira e cortiça (respetivamente), no período de 2012-2017, sendo o objetivo responder às questões de hipótese elaboradas no ponto (3.1).

Apesar de já terem sido realizados vários estudos sobre o tema, como por exemplo Almeida (2012), o nosso objetivo é de verificar se nos subsectores em análise as tendências anteriores se mantiveram, comparando o comportamento das empresas dos subsectores em análise, entre si e também numa vertente mais abrangente com as do setor não financeiro em Portugal.

## **1.3. Metodologias**

Na fase inicial do nosso trabalho, nomeadamente na revisão da literatura, procuramos obter informação sobre a estrutura de capital das empresas e a análise financeira de outras investigações já realizadas.

A recolha da literatura e clarificação sobre o tema, por sua vez levou-nos à construção de hipóteses. Referimos a importância de controlo de gestão e da análise financeira, apresentámos uma síntese de algumas das teorias de estrutura de capital que ajudam a compreender melhor as diversas hipóteses que influenciam os resultados obtidos pelas empresas.

Depois da revisão da literatura, iniciámos o estudo empírico que consistiu na análise histórica dos indicadores económicos e financeiros de CAE dos setores da indústria transformadora. Procuramos encontrar estudos anteriores com a mesma linha de pensamento e objetivo final, nomeadamente o de avaliar e perceber o comportamento das empresas dos CAE 14 indústria do vestuário e CAE 16 setores da indústria da madeira e da cortiça, e foi na Central de Balanços do BdP que encontramos o nosso ponto de partida. Esta, para além da base de dados que disponibiliza, também tem diversos estudos realizados pelo próprio BdP com base nos números a que tem acesso dos setores e respetivas empresas. Em janeiro de 2016, publicou um estudo sobre a análise das empresas dos setores da madeira, da cortiça e do papel relativo ao ano de 2014, onde são evidenciados os principais aspetos da atividade na economia nacional, desde a dimensão, o número, o Volume de Negócios (VN), os rácios económico-financeiros e financiamento das empresas. Este estudo foi essencial para a realização da nossa investigação pois permitiu uma visão sobre os setores e as suas tendências.

Em janeiro e abril de 2018, o BdP disponibilizou dois outros estudos cuja análise ia ao encontro dos temas em estudo e que serviram de ponto de partida para a nossa análise. Com base nas conclusões retiradas desses dois estudos, propusemo-nos testar as questões de partida com o objetivo de compreender a evolução histórica destes setores e comparar entre si e as Sociedades Não Financeiras (SNF).

## 2. Revisão da literatura

### 2.1. A importância da informação financeira

A gestão de uma empresa é um fator importante para que o sucesso e concretização de valores da mesma sejam alcançados. Como tal, os gestores devem ter presente o seu papel na organização e conhecer bem os objetivos da mesma de modo a que estes estejam alinhados não só com os seus próprios, mas também com as metas dos acionistas. Koontz, Weihrich e Cannice (2007) referem que o controlo de gestão mede e corrige o desempenho das empresas para garantir que os objetivos e planos elaborados sejam atingidos. Este deve assim ser realizado no decorrer da atividade das empresas identificando falhas ou potenciais oportunidades de melhoria com o intuito de garantir que os métodos aplicados conduzem ao sucesso e cumprem o planeamento delineado pelos gestores.

Brealey *et al.* (2007) explicam que a informação financeira é um suporte para os gestores perceberem o histórico da empresa e também, por sua vez, perspetivar o seu futuro através do planeamento. Os mesmos autores acrescentam que os planos financeiros não consideram apenas os resultados mais prováveis, como também analisam os resultados inesperados. Neste sentido, podemos afirmar que o controlo de gestão nas empresas tem um papel muito importante na medida que serve de meio e suporte para os gestores avaliarem a *performance* da sua empresa. Esta última não é nada mais do que a rendibilidade e eficiência que as organizações obtêm, pelo que relacionar o controlo de gestão diretamente com a análise económica e financeira das empresas é necessário. A análise financeira através de rácios e indicadores económico-financeiros permite analisar e avaliar melhor os resultados, encontrar oportunidades de ação que orientam as decisões futuras. Cohen (1990) defende que o recurso ao método dos rácios na análise financeira permite determinar intervalos de valores que ajudam na interpretação da apreciação da situação de uma empresa através da comparação de rácios calculados a partir dos elementos contabilísticos.

Por vezes, podem surgir conflitos de interesses entre os gestores e os acionistas. Numa abordagem feita às questões ligadas às finanças empresariais nos Estados Unidos, Brealey e Myers (1998) explicaram algumas formas de mitigar os potenciais problemas de agência que derivam da separação do detentor da propriedade do gestor e que essencialmente consistem em incentivos aos gestores de topo como, por exemplo, um sistema de recompensas e sanções para que se possa premiar os bons resultados ou punir os menos bons, incentivos com base no dever legal dos gestores agirem segundo os interesses dos acionistas e por fim

sobre a ameaça de tomada de controlo. Outro método que os autores indicam, está relacionado com hierarquia na tomada de decisões onde em todo o envolvimento do processo, comparando gestores e *controllers*, onde os primeiros têm o papel predominante e por isso a última palavra sobre as decisões.

As decisões são feitas com base num conjunto de informações. A contabilidade é um meio para produzir a informação que sustenta os mapas financeiros na análise financeira através de rácios e indicadores financeiros para a formulação de conclusões sobre o equilíbrio financeiro ou da solvabilidade da empresa sendo que o suporte fundamental e mais orientado para o estudo da estrutura financeira é o balanço. É fundamental que haja uma harmonia no método como a informação contabilística é apresentada e por isso, a utilização do balanço exige um trabalho de preparação metodológica dos documentos contabilísticos que são elaborados com base em regras de apresentação e avaliação cujo formalismo assenta na normalização e regulamentação contabilística, tal como explica Cohen (1995).

Existem alguns aspetos contabilísticos que devem ser considerados para a realização da análise financeira pois podem limitar e/ou distorcer a realidade da informação como por exemplo Breia (2014) enuncia: normativos contabilísticos insuficientes ou inadequados, influência das normas fiscais na prática contabilística, deficiente aplicação das normas contabilísticas e de relato financeiro, valores reportados com reduzida credibilidade e manipulação contabilística com intenção de fraude ou distorção favorável da situação económica e financeira são exemplos contabilísticos. Neves (2012) acrescenta que para que a informação contabilística possa ser comparada e não hajam incoerências na análise, os analistas financeiros devem conhecer as políticas contabilísticas adotadas pela empresa pois são a base de construção dos valores evidenciados nas demonstrações financeiras. De notar a influência que a entrada do SNC no ano de 2010 veio a ter na apresentação das contas das empresas e correspondente análise financeira. A principal mudança que se verificou com a entrada em vigor do SNC foi a partir de 1 de janeiro de 2010 haver obrigatoriedade de reportar na posição da demonstração financeira somente o capital realizado, situação que até ao fim de 2009 não ocorria pois não havia distinção entre capital realizado e capital subscrito “distorcendo completamente a imagem da autonomia financeira, capacidade de solvência, equilíbrio e sustentabilidade”, Breia (2014).

Reforçando os aspetos negativos que a análise financeira com base no balanço pode apresentar, Cohen (1995) critica que esta abordagem é centrada em acontecimentos do passado pois pela própria definição do balanço reporta a determinada data anterior ao

momento da análise; pode ser considerada uma abordagem demasiadamente influenciada pela própria natureza jurídica do conceito do balanço no sentido em que o balanço refere-se ao património de uma empresa, impedido de traduzir a realidade económica e financeira da empresa; e por fim, a qualidade das apreciações e recomendações influenciadas por quem conduz a análise.

Por outro lado, Cohen (1995) enuncia vantagens na análise financeira com base no balanço como o facto de realçar a posição dos elementos do balanço em determinadas fases em que a atividade se encontra, (como por exemplo o investimento) e a capacidade de avaliar as condições financeiras de sobrevivência das organizações juntamente com a restante estrutura financeira. Neste sentido, é uma ferramenta utilizada pelos gestores para o controlo financeiro das suas empresas, e por isso deve ser feita uma boa gestão e controlo financeiro das empresas para que como Neves (2012) indica, conclua se uma empresa tem ou não criado valor para os seus acionistas numa análise histórica ou previsional, justificando sempre as motivações para as suas decisões. As decisões podem ser relativas a dois espaços temporais como veremos no ponto seguinte.

## **2.2. Gestão financeira de curto e médio e longo prazo**

Ao longo da sua atividade, as empresas têm a necessidade de alterar e adaptar a sua estratégia procurando sempre a existência de um equilíbrio financeiro e a criação de valor. Para tomarem decisões relativamente ao futuro da empresa, os gestores financeiros devem cuidadosamente explorar o melhor caminho a seguir para que consigam atingir os objetivos com melhor eficiência e eficácia. Através do planeamento financeiro, os gestores analisam a situação da empresa com suporte nos documentos financeiros que permitem compreender o desempenho das empresas até à data. Como Brealey *et al.* (2007) afirmam, o ponto de partida dos gestores para as suas decisões relacionadas com a situação financeira começa após a recolha de todas as informações disponíveis até ao presente e por isso, consideram que para um planeamento financeiro útil este deve contemplar não só, os cenários e resultados prováveis, como também os inesperados através da sensibilidade para testar os pressupostos, um de cada vez. Neste sentido, existem três cenários a serem considerados no planeamento financeiro durante três anos. Os autores Martins *et al.* (2016) indicam que deve ser analisado um: cenário pouco provável onde são estudadas as situações menos favoráveis ao crescimento da empresa; cenário mais provável que pressupõe um crescimento normal da atividade da empresa; e um cenário mais favorável que é visto como o mais otimista com um crescimento agressivo.

Um dos objetivos da função financeira é garantir que existe um equilíbrio entre os fluxos monetários de entrada e saída (Martins *et al.* 2016), e para que tal aconteça, uma empresa deverá reunir os meios financeiros disponíveis para liquidar as dívidas que se vão vencendo de modo a garantir e assegurar o equilíbrio (Breia *et al.*, 2014).

Para se obter o equilíbrio financeiro os gestores analisam a situação financeira da empresa que pode ser abordada de duas maneiras tal como Neves (2005) explica e divide: a gestão financeira a curto prazo (ou de tesouraria) que incide sobre as decisões operacionais e a de médio e longo prazo também conhecida como gestão da estrutura financeira. Por outras palavras, a gestão de curto prazo incide sobre o capital circulante, a dívida de curto prazo e a tesouraria, enquanto a outra abrange a análise de capitais permanentes.

A análise da gestão de curto prazo ou da Tesouraria Líquida (TL) reflete uma situação de equilíbrio em que este resulta da diferença entre o Fundo de Maneio (FM) ou Fundo de Maneio Líquido (FML) como Martins *et al.* (2016) explicam. O Fundo de Maneio (FM) ou o FML permite aos gestores analisarem a empresa perante a natureza e o nível de atividade, da rentabilidade e de tesouraria da empresa sendo uma mais-valia no que se refere à avaliação do valor da empresa. Como Mendonça (2016) refere o FM representa o montante que a empresa canaliza para o financiamento das necessidades do ciclo de exploração de uma empresa e como tal, numa perspetiva de curto prazo o que se pretende é a elaboração de um plano em que se espera que os resultados, no horizonte temporal mais próximo, sejam alcançados, atingindo objetivos a nível de vendas, de produção, de redução de custos financeiros e sobretudo assegurar a liquidez. Contudo, na gestão de curto prazo temos sempre que ter em vista a relação de longo prazo pois tal como Cohen (1995) explica o fundo de maneio líquido é dado pela comparação entre as origens e as aplicações de longo prazo. Breia *et al.* (2014) sublinham duas regras mínimas para a gestão de fundo maneio nomeadamente, o capital permanente deverá financiar o ativo de médio e longo prazo para que haja alguma margem caso aconteça algum tipo de imprevistos, e o capital permanente deverá também cobrir as rubricas de curto prazo afetas ao ciclo de exploração e não cobertas pela própria exploração. Acrescentam ainda que, na visão tradicional, para que haja um equilíbrio financeiro mínimo, o FM deverá ser pelo menos maior ou igual a zero. Outra forma de olhar para o FM é através da diferença entre os capitais permanentes e o ativo fixo sendo que os primeiros são considerados recursos estáveis e definidos pela política de financiamento enquanto o segundo resulta das aplicações das decisões de investimento, tal como nos explica Neves (2012). Mendonça (2016) explica que como o FM representa a parte

dos capitais permanentes de uma empresa que não é absorvida no financiamento dos ativos não correntes há uma possibilidade de este ter aproveitado para uma parte ou totalidade do financiamento das necessidades do ciclo de exploração.

O gestor financeiro tem decisões importantes a tomar sobre o nível de crédito a conceder aos seus clientes (condições de pagamento), valor do seu *stock*, níveis de disponibilidades e o valor dos montantes a investir em aplicações financeiras. Na gestão das disponibilidades o objetivo que o gestor deve ter é de assegurar que não haja qualquer falha de tesouraria que impeça a realização de um pagamento por falta de fundos e que tal como Barroso, Ferreira, Mota e Nunes (2012) referem o nível destas deverá ser reduzido ao mínimo pois tratam-se de fundos imobilizados que não geram lucros. Para Menezes (2008) o objetivo financeiro fundamental consiste na elevação da tesouraria global juntamente com a preocupação de preservar um equilíbrio entre a redução do custo do capital e a minimização do risco financeiro. Brealey e Myers (1998) explicam que as decisões de curto prazo implicam, em geral, ativos e passivos de curta duração e são normalmente fáceis de anular e por isso, estas decisões são mais fáceis, mas não menos importantes. Um gestor financeiro responsável por decisões de financiamento de curto prazo não necessita de antever um futuro muito distante. Esta decisão poderá ser baseada nas previsões de tesouraria dos meses imediatos enquanto a decisão de emitir obrigações irá refletir necessidades de tesouraria previstas a pelo menos 5 anos.

Aqui, chegamos ao outro elemento que influencia a TL que é dado pelas Necessidades de Fundo de Maneio (NFM) que corresponde ao valor do Fundo de Maneio associado ao financiamento do ciclo de exploração. A atividade é um dos aspetos que influencia o ciclo de exploração da empresa e por consequência as NFM. Não só a atividade influencia as NFM, como também as condições globais de organização e gestão como explica Menezes (2008).

As necessidades de fundo de maneio são influenciadas pelas políticas de gestão de curto prazo. Como explicam Martins *et al.* (2016) essas políticas têm como objetivo otimizar os recursos, obter a maior rendibilidade e garantir o continuo crescimento da atividade com o menor risco possível e para isso, estipulam os valores Ativos e Passivos de exploração e extraexploração que são considerados normais para cada tipo de atividade e respetivo meio envolvente.

Para Ross, Westerfield e Jordan (2008) as políticas de financiamento de curto prazo que uma empresa adota, refletem-se de duas maneiras:

- I. O nível de investimento da empresa em ativo circulante que é medido em relação ao nível das receitas operacionais, sendo que existem duas hipóteses de política: a flexível que mantém uma taxa considerada alta entre o ativo circulante e as vendas; a restritiva que implica uma taxa baixa entre o ativo circulante e as vendas.
- II. O financiamento do ativo circulante que resulta da medição da proporção entre a dívida de curto e a de longo prazo usada para financiar o ativo circulante. A política restritiva aqui significa uma alta proporção de dívida de curto prazo em relação ao financiamento de longo prazo enquanto que uma flexível significa o contrário.

As NFM podem também ser avaliadas através da diferença entre as necessidades cíclicas e entre os recursos cíclicos. Menezes (2008) explica que as necessidades financeiras cíclicas são diretamente ligadas ao ciclo de exploração da empresa e refere alguns exemplos como: a margem de segurança da tesouraria; o volume de crédito não titulado facultado aos clientes; adiantamentos aos fornecedores; valores dos diversos *stocks* denominados normais que são necessários para o regular funcionamento da empresa. Do outro lado, temos os recursos financeiros cíclicos (também estes ligados à exploração) que o mesmo autor explica com alguns exemplos: os créditos obtidos dos fornecedores correntes e os prazos de pagamento previamente negociados ou prazos que são normais para o setor de atividade em que empresa se insere; o crédito normal obtido dos trabalhadores da empresa; os créditos correntes do Estado; adiantamentos normais dos clientes.

Todos os negócios exigem capital para adquirir os ativos necessários para o funcionamento das empresas, mas normalmente, estes ativos não são todos adquiridos ao mesmo tempo. Brealey e Myers (1998) explicam que necessidades financeiras acumuladas podem ser satisfeitas através de financiamento de curto e longo prazos. Acrescentam ainda que quando o financiamento de longo prazo não cobre as necessidades financeiras acumuladas, a empresa terá que conseguir fundos de curto prazo para compensar a diferença e que, na situação contrária, a empresa encontra-se perante um excedente de tesouraria para investir no curto prazo. Após o conhecimento das necessidades de financiamento acumuladas o montante de financiamento de longo prazo contraído irá determinar se a empresa regista necessidades ou excedentes de tesouraria a curto prazo. Com isto, percebemos que a gestão de curto e médio e longo prazo, completam-se mutuamente ou dependem uma da outra.

A gestão a médio e longo prazo, centra-se mais em tomar decisões a nível de orçamentação de investimentos e a escolha correta de estrutura de capital. Como Martins *et al.* (2016) explicam as decisões das empresas relativamente ao financiamento por capitais próprios e

endividamento são designadas por decisões de estrutura de capital. Acrescentam ainda que as decisões de médio e longo prazo quer de investimentos quer de financiamento, influenciam o comportamento dos *cash-flows* futuros da empresa e determinam o valor do mercado.

A análise da estrutura financeira está ligada à melhor combinação entre o valor da empresa, do risco financeiro e do custo de capital em que o ideal seria a estrutura que maximiza o valor da empresa, e ao mesmo tempo minimiza o custo de capital e o risco financeiro o que implica uma maior complexidade comparativamente à gestão de curto prazo, pelo que ainda não foi possível definir um modelo que indique o necessário para a obtenção da estrutura de capital ótima. Mais à frente, apresentaremos algumas das mais conhecidas teorias sobre estrutura de capital, e aprofundaremos o tema da gestão de longo prazo, mas antes disso vamos abordar com mais detalhe como é constituída a estrutura de capital das empresas.

### **2.3. Estrutura de capital das empresas**

Na área das finanças empresariais o tema sobre a estrutura de capital é bastante debatido, principalmente na procura da estrutura ótima de capital para uma empresa. O objetivo de obter o valor ótimo de uma empresa através da melhor combinação entre o capital próprio e o capital alheio envolve um trabalho bastante complexo devido à relatividade/subjetividade da definição dos níveis ideais para o capital próprio e alheio. Neste sentido, a estrutura de capital corresponde à forma como a empresa se financia e como Menezes (2008) descreve, a estrutura de capital ótima ocorre quando existe a minimização do custo do capital e simultaneamente a maximização do valor da empresa.

Como já referimos, as empresas ao longo do seu crescimento e desenvolvimento, vão adaptando a sua estratégia em função das necessidades diferentes que vão tendo, ao nível de vários aspetos, tal como Almeida *et al.* (2015) indicam da investigação e desenvolvimento, produção de novos produtos e/ou serviços, ao nível de tecnologias para tornar a sua atividade mais eficiente, entre outros. Estas mudanças que vão ocorrendo podem ter efeito a curto e/ou médio e longo prazo e por isso, neste processo as empresas passam por três tipos de decisões que se tornam necessárias para que as alterações ocorram e são elas, de financiamento, de investimento e as de distribuição de dividendos. Quanto mais acertadas forem as decisões, maior será a saúde da estrutura de capital da empresa e possivelmente, aumentará o seu valor para os *shareholders*.

O financiamento é a forma das empresas obterem os recursos necessários para investirem nas suas necessidades e com isso alcançar os seus objetivos. Porém nem sempre conseguem obter o financiamento de que carecem pelas vias mais favoráveis. Existem duas formas das empresas se financiarem, como Almeida Pacheco e Oliveira (2014) e Borges Matias (2007) referem uma das formas é através de recursos internos como a retenção de lucros obtidos, pela gestão eficiente dos ativos (correntes e não correntes) ou pela controlo e racionalidade dos custos – financiamento interno/autofinanciamento. A segunda forma consiste no financiamento por capitais alheios que pode ser feito através de créditos de fornecedores, empréstimos bancários, *leasing*, etc., e o financiamento através de capitais próprios através do aumento de capital, de capital de risco e o recurso ao mercado de capitais - financiamento externo.

Neves (2012) sobre a ótica de financiamento através de capitais obtidos refere que o financiamento pode ser realizado através de capitais próprios e capitais alheios. Para este autor *apud* Rogério Fernandes Ferreira<sup>1</sup> considera que

existe uma distinção entre fontes de financiamento e fundos (fontes de liquidez) e por isso dentro dos capitais próprios faz uma distinção onde, exemplifica que o recebimento de um cliente ou a venda de existências a pronto pagamento constitui uma fonte de liquidez e não uma fonte de financiamento.

Por esta ótica, financiamento consiste em dotar a empresa ou qualquer entidade de capitais adequados ao seu funcionamento.

O modo como as empresas se financiam é um tema que exige grande atenção e cuidado devido às consequências que o mesmo apresenta. As empresas, frequentemente apresentam um défice financeiro que se verifica através dos fundos que as empresas necessitam serem superiores aos fundos que a empresa consegue gerar internamente e por isso, nestas situações, devem ser tomadas medidas para recuperarem o capital. Brealey e Myers (1998) explicam que para equilibrar e repor o défice, as empresas devem vender novas ações ou adquirirem empréstimos.

Neves (2012) caracteriza a estrutura financeira pela importância atribuída às diferentes fontes de financiamento comparativamente com as diferentes formas de aplicar esses recursos, indicando alguns princípios base sobre regras a serem estabelecidas na estrutura, composição e relação entre origens e aplicações no Balanço. Estes princípios pretendem que

---

<sup>1</sup> FERREIRA, R.F. Gestão Financeira. Lisboa: Universidade Católica Portuguesa, 1982

se atinja uma solidez financeira: através do equilíbrio entre o capital próprio e o capital alheio de médio e longo prazo e através de um maior número de capitais permanentes *versus* ativos fixos; atingir maior rentabilidade do capital investido comparativamente ao custo do capital alheio para obter melhores condições de equilíbrio a prazo.

No longo prazo, através da utilização de indicadores económico-financeiros existe um conjunto de rácios denominados por rácios de endividamento e estrutura de capital que possibilitam retirar conclusões sobre a situação económica de uma empresa. Breia *et al.* (2014) explicam que o objetivo destes rácios é de encontrar as melhores formas de financiamento, analisar a estrutura de origens de fundos, a capacidade para solver os compromissos no médio e longo prazo de modo a prever e antever a situação de risco de insolvência.

O endividamento é a base para a análise do médio e longo prazo da situação das empresas e por isso a política de endividamento é muito relevante para as decisões da empresa. Brealey *et al.* (2007) explicam que os rácios de endividamento variam de empresa para empresa e de setor para setor, sendo que se espera que empresas de serviços públicos, bancos, promoção imobiliária, companhias aéreas e da indústria recorram muito ao endividamento ao contrário, de empresas como farmacêuticas ou agências de publicidade são essencialmente financiadas por capitais próprios tal como, empresas de acentuado crescimento. Contudo, para estas conclusões os autores excluíram fatores cruciais tais como a ausência de impostos e assunção da falência como sendo barata e sem efeitos colaterais. Este tema será abordado com mais detalhe no subponto (2.3.3).

### **2.3.1. Capital Próprio**

A definição de Capital Próprio, também conhecida por situação líquida da empresa, representa o valor do património calculado pela diferença entre o ativo e o passivo. Borges Matias (2007) descreve que o Capital Próprio é constituído essencialmente pelo Capital, Reservas e Resultado Líquido do Exercício. Para Neves (2012) Capital Próprio corresponde ao capital realizado pelos sócios ou acionistas, acumulado com a riqueza criada pela própria empresa. Esta riqueza corresponde a resultados que não foram distribuídos com o objetivo de constituir reservas e resultados transitados. A política de dividendos é um facto importante na determinação da poupança das empresas e por isso será abordado com mais pormenor noutro ponto.

O financiamento através do capital próprio investido por *shareholders* caracteriza-se por ser mais estável pois não obriga a que haja uma data e prazo para o pagamento. Este pagamento é a rentabilidade esperada pelos *shareholders*, mas a mesma, se não for a esperada, não tem que necessariamente significar que a empresa se encontra em situação de insolvência.

Como referido por Borges Matias (2007) existem várias formas de captar recursos próprios para a empresa nomeadamente através de investidores logo no início da constituição da empresa e nas necessidades de capital conseguintes como novos investimentos em ativos fixos, através do Resultado Líquido do Exercício de cada período (quando existe lugar a valores positivos). Mota *et al.* (2010) referem a emissão de ações comuns e ações preferenciais como um meio de obter capital, sendo as segundas apontadas como prioritárias em termos de recebimento de dividendos e de reembolso em casos de falência da empresa. Por outro lado, autores como Alcarva (2011) aponta a probabilidade de redução dos dividendos distribuídos como uma desvantagem, tal como possíveis rejeições de investimento devido à falta de capital.

### **2.3.2. Política de dividendos**

Após o apuramento do Resultado Líquido do Exercício, as empresas têm que tomar decisões relativamente ao destino dos seus ganhos (caso haja lugar aos mesmos). O termo dividendo diz respeito ao pagamento dos lucros da empresa aos seus proprietários. Quando falamos no pagamento dos dividendos estamos a falar na distribuição dos mesmos que deriva de duas fontes de lucros: lucros correntes e lucros retidos acumulados. Uma empresa não tem liberdade para pagar os dividendos que quiser, tal como Brealey e Myers (1998) indicam, seja por ter prometido aos seus obrigacionistas não distribuir elevados dividendos ou porque caso esteja em situação de insolvência ou não tenha valor suficiente para constituir reservas, legalmente está proibida de o fazer.

O destino dos lucros obtidos, por norma têm duas finalidades: o autofinanciamento para reinvestimento na empresa ou a sua distribuição pelos acionistas sobre a forma de dividendos. A decisão dos gestores de distribuir ou não dividendos num determinado exercício económico, e o seu valor, constituem a chamada política de dividendos.

Barroso *et al.* (2012) dizem que “

se a decisão de uma empresa for de distribuir os resultados [...] pode fazê-lo de duas formas: através da distribuição de dividendos em dinheiro; ou da recompra de ações.”

A diferença entre estas duas formas reside no facto de se os resultados forem distribuídos, são repartidos de igual forma entre os acionistas da empresa enquanto que na recompra de ações os resultados são distribuídos apenas pelos acionistas que decidiram vender as ações.

Brealey e Myers (1998) referem que é possível que a política de dividendos afete o valor da empresa e que a origem dos recursos financeiros irá influenciar a atratividade de um novo projeto de investimento como por exemplo, se os investidores derem prioridade a empresas com um maior rácio de distribuição de dividendos, estas poderão mostrar alguma apreensão em realizar investimentos financiados por lucros retidos.

Se a empresa decidir distribuir dividendos, depara-se com mais um dilema relacionado com a quantidade do pagamento, isto é, se o pagamento será alto ou baixo. Existem várias razões para justificar a política de dividendos baixa como por exemplo, a existência de impostos pessoais que em regra favorecem as mais-valias em detrimento dos dividendos (a taxa de tributação dos dividendos é superior à das mais-valias). Outro exemplo associado a dividendos baixos diz respeito ao custo de emissão de novas ações que como Barroso *et al.* (2012) explicam, as empresas necessitam de fundos para a implementação de novos projetos que tenham identificado como viáveis e como a distribuição de dividendos representa uma distribuição desses fundos por parte da empresa, acontece uma de duas situações: a não implementação desses projetos por falta de fundos (prejudicando o valor da empresa) e o aumento do recurso a fontes de financiamento externas. Quanto à política de distribuição de dividendos alta, também existem vários fatores associados tais como a existência de assimetria da informação no sentido que os acionistas não têm a mesma informação relativamente à empresa que os gestores e custos de agência que não são nada mais do que o conflito de interesses entre os acionistas e os gestores (ambos explicados em melhor detalhe no ponto 2.5.4) e a preferência por rendimento imediato e custos de transação. Este último fator está relacionado com o efeito clientela que como Ross *et al.* (2008) explicam, acontece quando diferentes grupos de investidores desejam ter níveis diferentes de dividendos.

O dividendo é considerado um subponto das decisões de investimento da empresa e como Brealey e Myers (1998) referem as decisões de dividendos muitas vezes interligam-se com outras decisões de financiamento e investimento e que, por exemplo, existem casos de empresas que, a pensar no futuro, pagam dividendos baixos por modo a reterem lucros para expansão da empresa, No entanto, caso a oportunidade de investimento da empresa desaparecesse, e o aumento de dividendos fosse anunciado e simultaneamente o preço das

ações cai, não há nenhuma maneira de separar e avaliar o impacto do aumento de dividendos do impacto da desilusão dos investidores resultantes da perda das oportunidades de crescimento.

Existe um conjunto de determinantes tanto financeiros como não financeiros que influenciam a decisão das empresas distribuírem os resultados. Alguns autores, como Lintner (citado por Brealey e Myers 1998) estudaram variáveis que pudessem ter algum impacto neste tema. Aquele autor durante os anos 50, desenvolveu um estudo sobre como as empresas escolhem e determinam o nível de dividendos a pagar. O autor resumiu em quatro fatores a sua visão sobre a forma como os dividendos podem ser determinados:

- I. Existe um objetivo a longo prazo em cada empresa para o rácio de distribuição de lucros em dividendos. Verifica que empresas mais estáveis e maduras distribuem um valor mais elevado enquanto empresas em fase de crescimento têm um rácio de distribuição inferior;
- II. Os gestores valorizam mais a variação do dividendo de um ano para o outro do que propriamente o valor facial;
- III. As alterações dos dividendos procuram acompanhar as modificações dos lucros que sejam sustentáveis a longo prazo;
- IV. Os gestores têm alguma resistência a alterações dos dividendos que no futuro possam ter que ser revertidos.

O mesmo autor mencionado em cima obteve as variáveis com base num estudo que elaborou a empresas sobre como é realizada a distribuição dos seus resultados pelos acionistas e concluiu que das empresas investigadas, as que repartiam os lucros já se encontravam numa fase de maturidade. Como tal, a sua principal conclusão é que o momento em que a empresa se encontra no seu ciclo de vida é uma variável que condiciona a decisão das empresas distribuírem os seus resultados pelos acionistas.

Apesar das várias investigações e estudos realizados ao longo dos anos, ainda não foi possível definir uma teoria ou regra para a aplicabilidade da distribuição de dividendos, existindo uma grande controvérsia sobre o tema de dividendos, pois tal como refere Candimba (2015) os vários autores que se dedicaram a fazê-lo ainda não chegaram a um consenso. Brealey e Myers (1985) apontam a questão da política de dividendos como sendo uma das interrogações das finanças empresariais nunca resolvidas pois existem muitas opiniões sobre a resposta à mesma. Alguns autores consideram que os dividendos são um

fator positivo para as empresas na medida que acrescenta valor, outros defendem que a recompra de ações é preferível aos dividendos, e ainda existem outros que consideram esta problemática irrelevante. Estes dois autores, apontam que a principal dificuldade em resolver este assunto consiste em identificar e separar as várias razões possíveis que tornam a política de dividendos importante, referindo que neste assunto é necessário compreender a forma como cada empresa determina a sua política de distribuição de dividendos e em que medida essa política afeta o valor da empresa.

### **2.3.3. Capital alheio**

O conceito de capital alheio abrange todo o financiamento obtido pela empresa através de terceiros, ou seja, por pessoas e/ou entidades externas à organização. É um financiamento que pode ser a curto, médio e/ou longo prazo com condições e planos de reembolso associados.

Quando uma empresa necessita de investir em pequenos equipamentos ou em ativos correntes (de rápida renovação) recorre ao financiamento externo de curto prazo. Se, por outro lado, quiser fazer investimentos de grandes dimensões (como por exemplo a aquisição de equipamentos totalmente novos) o empréstimo que irá incorrer terá de ser por um período maior para que a empresa consiga concretizar todo o dinheiro necessário para liquidar a dívida, tratando-se de financiamento de médio e/ou longo prazo.

Tal como Weston e Brigham (2000) afirmam, grande parte das empresas não utiliza só o Capital Próprio para os seus investimentos, recorrendo a montantes relevantes dívida de longo prazo. Os mesmos referem que o custo do capital das empresas é determinado pelo retorno exigido pelos investidores. Caso o investimento tenha sido feito através do Capital Próprio, o retorno será medido através dos lucros ou através da emissão de novas ações. Se o investimento tiver por base capital alheio o retorno será calculado com base no que os intermediários financeiros exigirem.

As empresas têm várias opções para se financiarem através de capital externo. Uma delas, e talvez o método mais habitual das empresas se financiarem, é o empréstimo bancário que pode ser obtido junto de bancos ou sociedades de investimento. É celebrado um contrato entre ambas as partes onde as condições são acordadas e podem fazer-se através de três formas como Barroso *et al.* (2012) referem: por uma renda regular, por uma renda irregular e por um reembolso de uma só vez (pagando juros periódicos).

Outro método, também muito recorrente nas empresas, principalmente quando não tencionam adquirir bens, mas pretendem utilizá-los durante determinado período de tempo, são os chamados contratos de *leasing*. Podem ser de duas naturezas – móvel e imóvel – e define-se por um acordo no qual o designado locador proporciona ao locatário a utilização de um bem por um período de tempo prefixado e mediante o pagamento de uma renda. Neste sentido, este meio de financiamento é uma forma das empresas poderem usufruir do ativo sem a necessidade de (no imediato) adquirir por esse ativo. Se assim o desejar o locatário tem três opções no fim do contrato: fazer novo contrato sobre o mesmo bem; exercer a opção de compra, pelo valor residual fixado no contrato; ou devolver o bem ao locador.

Por fim, fontes de financiamento externo são empréstimos obrigacionistas que consiste num título de dívida emitido por uma empresa como forma de obtenção de capitais adicionais. Nesta escolha, a empresa tem o compromisso perante o obrigacionista de reembolsar o capital e pagar periodicamente juros que podem ser de natureza fixa ou variável. As obrigações podem ter cláusulas especiais tal como Barroso *et al.* (2012) enumeram nomeadamente, a possibilidade de antecipar o reembolso do capital; o obrigacionista converter a obrigação em ação, passando a ser acionista; e o obrigacionista pode subscrever ações da empresa emitente – *warrant*- sendo obrigacionista e acionista.

Na decisão de financiamento das empresas, o endividamento é uma medida para representação da estrutura financeira e por isso, os gestores financeiros preocupam-se com a política de endividamento das suas empresas e tentam compreender qual a melhor combinação e opção de endividamento que devem assumir. Mas surge a questão de que até que ponto a política de endividamento tem importância. Modigliani e Miller (1958) demonstraram que as decisões de financiamento não têm importância em situação de mercados perfeitos. Contudo, os autores na formulação inicial desta teoria não consideram factos determinantes tais como os impostos, custos associados à falência, conflitos de interesses, entre outros. Nesta teoria, a oferta da dívida empresarial aumenta enquanto a tributação sobre as empresas exceder a tributação dos investidores que adquirem esse endividamento adicional.

Brealey e Myers (1985) consideram que sim, que a política de endividamento de uma empresa é relevante e que o valor a pedir emprestado deve ser cuidadosamente avaliado. Os autores dizem que, o endividamento faz sentido para umas empresas do que outras como por exemplo, quando uma empresa se encontra mais segura e com certezas que irá obter lucros, esta irá registar uma poupança fiscal líquida com o endividamento, enquanto uma empresa

que contrariamente não espera obter lucros suficientes para usufruir dos benefícios fiscais, não irá existir vantagem nenhuma em se endividar, correndo o risco da poupança fiscal líquida obter valores negativos.

Os gestores devem ter a noção concreta da situação e composição da empresa para saberem como deve ser feito o financiamento pois como Brealey e Myers (1985) explicam, empresas com ativos corpóreos e elevados resultados tributáveis com possibilidade de usufruírem benefícios fiscais, devem procurar elevados rácios, contrariamente a empresas não lucrativas e que possuem elevado risco em ativos intangíveis, que dependem essencialmente do financiamento por capitais próprios. No tema do investimento, os mesmos autores fazem a comparação da informação privilegiada que os gestores possuem perante a investidores externos que resulta numa resistência em emitir ações quando os gestores consideram que as ações estão cotadas a um preço justo ou superior, situação pela qual denominam por teoria da hierarquia das escolhas.

Existe sempre um risco associado às atividades/decisões que os gestores tomam na empresa. Este risco tem uma relação inversa ao peso do endividamento na estrutura financeira pois quanto maior o risco inerente a determinada atividade, o peso do endividamento na estrutura financeira tende a diminuir (Bradley, Jarrel e Kim, 1984). Por outro lado, quanto maior for o risco do investimento, maior será o retorno exigido pelo investidor, sendo por isso o custo de oportunidade<sup>2</sup> do investimento influenciado pelo risco que lhe está associado.

Para DeAngelo e Masulis (1980) nas empresas que têm lucros e rendibilidades mais elevadas, o endividamento tenderá a ser visto pelo lado positivo porque nestes casos, para além de as empresas beneficiarem com as deduções fiscais, a análise que os credores tiram da empresa é de que esta terá mais condições para cumprir com a sua dívida. Quanto à relação entre a volatilidade dos lucros e o nível de endividamento ótimo Titman e Wessels (1988) são da opinião que esta relação varia no sentido inverso onde este limite apresenta uma maior probabilidade de comprometer o futuro da empresa. Como referimos, os investimentos têm sempre um risco associado que muitas vezes traz retorno financeiro, mas muitos vezes não é suficiente para as necessidades das empresas. Neste sentido, as empresas

---

<sup>2</sup> Corresponde ao valor da melhor opção não realizada ou ao custo do investimento dos recursos disponíveis em detrimento dos investimentos alternativos disponíveis.

devem medir se os seus recursos são suficientes para fazerem face às suas necessidades, perante decisões de financiamento.

Existem vários rácios que medem e avaliam o nível de endividamento das empresas. Na figura seguinte, apresentamos os rácios de endividamento mais conhecidos:

Figura 2.1 – Rácios de endividamento

| Nome do rácio                                  | Cálculo  |
|--|--|
| <b>Autonomia Financeira (AF)</b>               | $\frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Ativo total}}$      |
| <b>Solvabilidade</b>                           | $\frac{\text{Capitais próprios}}{\text{Capital alheio}}$   |
| <b><i>Debt to Equity</i></b>                   | $\frac{\text{Passivo total}}{\text{Capital próprio}}$      |
| <b>Peso relativo do endividamento bancário</b> | $\frac{\text{Endividamento bancário}}{\text{Ativo total}}$ |

Fontes: Adaptado de Breia *et al.* (2014)

Os rácios de endividamento permitem avaliar e medir a capacidade de as empresas se financiarem através de capitais próprios e por capitais alheios. Apesar de terem como objetivo avaliarem o mesmo, a sua visão e leitura é feita de maneira diferente. O rácio de AF avalia o peso que os capitais próprios têm sobre o ativo total ou como Breia *et al.* (2014) referem, mede o grau de empenhamento dos sócios no financiamento dos ativos. O segundo rácio que apresentamos na figura 2.1 é o de solvabilidade. Este, mede a capacidade de os capitais próprios solverem os capitais alheios, isto é, o potencial de solver uma dívida. Como Neves (2012) explica que solvabilidade não significa pagar uma dívida, mas sim os meios que são necessários para satisfazer todos os compromissos de dívida e por isso, através do rácio de solvabilidade financeira uma empresa consegue perceber se os recursos próprios são suficientes para a empresa cobrir as suas dívidas com terceiros. Um rácio de solvabilidade elevado significa que o valor dos capitais próprios é superior ao valor dos capitais alheios, contudo não podemos garantir que não existam problemas ao nível de tesouraria no curto prazo pois este rácio avalia o passivo pelo seu total (Breia *et al.*, 2014).

Outro rácio e um dos utilizados com mais frequência para avaliar o nível de endividamento de uma empresa é o *Debt to Equity* que por definição é exatamente o oposto do rácio de solvabilidade pois avalia o peso total da dívida sobre o capital próprio. Este, como explicam Esperança, Gulamhussen e Gama (2003) é um indicador que reflete o grau de dependência face aos credores e por isso, o nível de utilização de recursos de capital de terceiros. Por

último, temos o rácio do peso relativo do endividamento bancário que como o nome demonstra, mede a parte do ativo que é financiada por endividamento bancário.

Fazendo uma pequena abordagem ao tema do endividamento no contexto da economia portuguesa, verificou-se em Maio de 2011 o início de um período muito duro para Portugal devido ao pedido de assistência financeira realizada através da intervenção da Troika constituída pelo Fundo Monetário Internacional (FMI), pelo Banco Central Europeu (BCE) e pela Comissão Europeia (CE). O programa teve a duração de três anos (2011-2014) e como Martins (2014) indica “visava a recuperação da confiança, do crescimento sustentado da economia e a salvaguarda da estabilidade financeira”. Para que os objetivos do programa fossem atingidos, a economia de Portugal teria que criar planos de investimento e financiamento que aumentassem a competitividade e eficiência em termos financeiros.

Um dos grandes motivos que levaram ao nosso pedido de assistência financeira deveu-se ao nível de endividamento ter atingido um patamar elevado devido aos inúmeros créditos concedidos pelos bancos portugueses não só a particulares, mas também a empresas o que tornou difícil solver as dívidas, tal como Ferrão (2013) afirma. No momento subsequente à Troika assistiu-se a um processo de desalavancagem dos bancos consequentemente dos restantes agentes económico privados, com particular incidência nas PME e no crédito dos particulares.

Relativamente às características do endividamento, Ferrão (2012) explica que o recurso ao endividamento por parte das empresas reflete a vontade destas realizarem investimentos que por um lado se não forem concretizados, mais tarde podem deixar de fazer sentido ou as vantagens já não serem as mesmas e por outro lado sendo que, o custo do capital alheio inferior ao custo do capital próprio (para níveis de endividamento baixos) a utilização do capital alheio na estrutura de capital faz baixar o custo médio do capital tendo um efeito mais atrativo nas decisões de investimento.

O mesmo autor acrescenta que comparando Portugal com os restantes países europeus, as empresas nacionais são das que mais utilizam passivo na sua estrutura de capitais (valorizando através do rácio de autonomia financeira média). A longo prazo, esta situação pode não ser sustentável visto que a conjuntura dos países pode passar por períodos de recessão económica (tal como se verificou em 2011), causando fragilidades e exigências que as empresas poderão não conseguir acompanhar. Neste sentido, é muito importante o papel dos gestores na busca e análise para a criação de valor para as suas empresas através da melhor combinação da sua estrutura de capital.

## 2.4. A Criação de Valor e as Teorias de Estrutura de Capital

Nos últimos anos, assistiu-se a um aumento da competitividade entre as organizações e como consequência o meio empresarial necessitou de se adaptar à concorrência. Foram vários os fatores que contribuíram para a reformulação e mudança de estratégia das empresas, como por exemplo, a crescente desregulamentação e globalização da economia, a inovação tecnológica, e a maior exigência e seletividade por parte dos clientes. Devido às novas características dos clientes, os ciclos de vida dos produtos tornaram-se cada vez mais curtos, os mercados tornaram-se mais voláteis e verificaram-se níveis de incerteza e risco mais elevados. Neste contexto, surgiram novas variáveis críticas do sucesso empresarial, nomeadamente a eficiência, qualidade, tempo e inovação. A contabilidade de gestão é um instrumento que surgiu de modo a relacionar a informação contabilística com a informação envolvente à empresa através da criação de valor que conduziu à implementação de sistemas de gestão baseados no valor (VBM - *Value Based Management*) e a criação de novas métricas de avaliação da *performance* empresarial baseadas no valor, em oposição aos tradicionais indicadores contabilísticos.

O valor de uma empresa pode ser definido de várias formas. Numa visão mais generalista Barroso *et al.* (2012) explicam que o valor global do negócio é dado pela soma entre o valor de mercado da dívida e o valor de mercados dos capitais próprios. Damodaran (2004) explica que o valor das empresas está ligado à forma como as empresas gerem os seus ativos existentes e como investem nos ativos futuros pois o valor do negócio é função dos seus *cash flows* futuros. O investimento em ativos comporta custos, porém o valor da empresa é criado se os *cash flows* gerados excederem os custos de aumento de capital próprio e capital alheio. A mesma opinião, é também partilhada por Neves (2011) que refere que o valor através do investimento só é criado se o custo com esse investimento for inferior à rendibilidade do investimento efetuado.

Neste sentido, Damodaran (2004) acrescenta que o valor das empresas tem de estar ligado a decisões de investimento e de financiamento, sendo que as empresas são financiadas através da combinação de capital próprio e capital alheio e o valor de uma empresa não poderá ser igual ao valor do capital próprio, exceto quando uma empresa não tem dívidas a pagar.

Os gestores devem ter presente que o seu principal objetivo deverá ser o de maximizar o valor das empresas e não o crescimento do volume de negócios pois este último, apenas satisfaz as aspirações deles próprios, contudo pode não contribuir para os interesses de quem

estes representam nomeadamente os acionistas ou proprietários da empresa, (Neves, 2011). Os acionistas e proprietários da empresa têm obviamente interesse numa maior dimensão do volume de negócios, mas apenas quando este aumento se reflete, também, num aumento do valor da empresa.

Por outro lado, os gestores não podem ter como um único objetivo a obtenção de lucros na medida em que este poderá ser insuficiente para remunerar os acionistas de maneira justa, tendo em consideração a dimensão do risco que eventualmente tomaram pela empresa.

Para conseguirem otimizar ao máximo o valor da sua empresa, utilizam técnicas e métodos da análise financeira, que lhes permitam avaliar e tirar conclusões sobre o seu desempenho económico-financeiro. Deverá ser estabelecida uma ligação entre as decisões financeiras, a estratégia da empresa e o valor da empresa, e assim, deste modo, aumentar em simultâneo o valor da empresa para o acionista. Como tal, segundo Cardoso Luís (2012)

o valor da empresa pode estar diretamente relacionado com as suas decisões de gestão, nomeadamente com as decisões de investimento e de financiamento, bem como a sua política de dividendos.

A compreensão das relações descritas é a chave para a tomada de decisões que potenciam a criação do valor.

As empresas operam dentro de um determinado nível de risco e de rentabilidade, que derivam das suas decisões a nível de financiamento – próprio ou alheio. O tema estrutura de capitais está diretamente relacionado com a maximização do valor da empresa, para os seus detentores de capital, pois este resulta da melhor combinação do Capital Próprio com o capital alheio.

A estrutura de capital corresponde ao peso relativo do valor de mercado da dívida e do valor de mercado de capitais próprios sendo a sua maximização, a principal decisão estrutural na gestão financeira da empresa - Barroso *et al.* (2012).

Ao longo dos tempos, vários autores interessados na temática da estrutura de capital foram criando teorias acerca da mesma, tentando arranjar causas e justificações para o desempenho das empresas. Sendo estas teorias um ponto central no nosso estudo, nos próximos pontos iremos abordar e explorar sucintamente algumas dessas teorias.

### 2.4.1. Modigliani e Miller

Francisco Modigliani e Merton Miller em 1958 marcaram o que frequentemente é referido como o início das discussões/estudos sobre os fatores influenciadores das estruturas de capitais das empresas, ao publicarem o artigo *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*.

Nessa publicação, os autores desenvolveram o modelo Modigliani & Miller (MM) que assenta essencialmente nos pressupostos de que o mercado é perfeito, não existindo impostos sobre as pessoas singulares e coletivas e a ausência de custos de transação. Modigliani e Miller consideram que o valor da empresa depende da valorização dos seus ativos e das suas oportunidades de investimento, reformulando o que era defendido até à data de que a estrutura ótima das empresas dependia da combinação dos capitais próprios e capitais alheios, cujo resultado era a maximização do valor de mercado ou então, de uma forma equivalente, a diminuição do custo médio ponderado do capital.

A teoria MM de 1958 é composta por duas proposições. A primeira proposição, conhecida por proposição I, considera que “o valor de mercado das empresas é independente da sua estrutura de capital num mercado de capitais perfeitos equilibrado e dá-se pela capitalização de retorno esperado a uma taxa acordada” Modigliani & Miller (1958). Deste modo, os investimentos realizados pelas empresas seriam independentes da natureza do financiamento, quer seja de origem própria ou de terceiros, levando a que o seu valor seja inalterado mediante tais decisões. Os autores Westerfield *et al.* (2012), afirmam que para MM, nenhuma estrutura de capital é melhor ou pior do que outra qualquer para os acionistas da empresa.

Existem dois pressupostos subjacentes à teoria de MM que Barroso *et al.* (2012) consideram nomeadamente:

- Todas as empresas e investidores apresentam o mesmo nível de endividamento;
- Mercados de capitais perfeitos, onde existe ausência de impostos sobre lucros e pessoas, de custos de transação e custos de falência, a inexistência da assimetria de informação e custos de agência do capital próprio e da dívida (temas abordados mais à frente neste trabalho).

Na proposição II de Modigliani e Miller, os autores assumem que o custo do capital próprio da empresa não é influenciado na sua estrutura de capital. Neste sentido, analisando o capital próprio de uma empresa endividada com uma não endividada, a primeira teria um valor de

capital próprio semelhante ao da segunda mais o prêmio de risco financeiro que dá origem à poupança fiscal.

Uns anos mais tarde, em 1963, Modigliani e Miller admitiram que o modelo tinha várias limitações nomeadamente a não consideração de impostos e no sentido de o melhorarem, publicaram outro artigo. Com as novas conclusões, vieram mostrar que existem algumas vantagens no recurso ao capital alheio, sendo que, comparativamente ao uso de capital próprio, os juros são assumidos como custo, mas a distribuição de dividendos não. Considerando que o rendimento das sociedades é tributado e que os juros são uma despesa fiscalmente dedutível, ao compararmos duas empresas, uma endividada e outra não endividada, verificamos que o valor da primeira é superior ao da segunda, devido ao acréscimo introduzido pelo efeito dos benefícios fiscais, resultado da introdução da dívida. Neste sentido, o endividamento contribui positivamente para o valor de mercado da empresa, e assim a estrutura de capitais é um fator relevante para a avaliação como refere Cristóvão, (2016).

Ao admitirmos a existência de tributação sobre o rendimento das sociedades, o aumento do endividamento refletir-se-á num aumento do valor da empresa através do acréscimo introduzido no valor atual dos benefícios fiscais dos juros da dívida, Barroso *et al.* (2012).

Kolari e Vélez-Pareja (2012) também indicam que “*MM (1963) the much lower riskless debt rate is used for discounting purposes, which resulted in a large tax gain on debt usage to the firm and its shareholders*”.

Foram feitas várias críticas ao longo dos tempos à teoria de Modigliani e Miller, desenvolvidas através de outras teorias, que veremos nos pontos seguintes.

#### **2.4.2. Teoria Trade -Off**

No seguimento das teorias desenvolvidas por MM, Miller em 1977 desenvolveu uma teoria com base no resultado que o efeito fiscal tem sobre a estrutura de capital. Denomina-se por teoria *Trade-off* e defende a existência de uma estrutura de capital ótima, que permite maximizar o valor da empresa, resultante da comparação e análise dos benefícios fiscais e os custos de insolvência financeira (Myers e Robichek, 1956).

A abordagem feita a esta teoria, consiste numa relação direta entre o endividamento e os ganhos fiscais associados ao endividamento. Uma das principais características da teoria é que as empresas trabalham para chegar a um rácio ótimo de endividamento de modo a

atingirem o ponto limite para o recurso aos capitais alheios. A velocidade que levam a chegar ao seu ponto ideal é bastante diferenciada e existem vários fatores na base destas diferenças. Almeida (2016) *apud* Byoun (2008)<sup>3</sup> afirma que as empresas com uma maior alavancagem baixam mais depressa o seu nível de endividamento em direção ao rácio objetivo e por isso as empresas podem ter maiores ganhos com a alavancagem financeira que por sua vez levam a empresa a aumentar os seus resultados e conseqüentemente o seu valor. À medida que uma empresa aumenta o seu endividamento, o seu benefício fiscal também aumenta originando um aumento do seu valor.

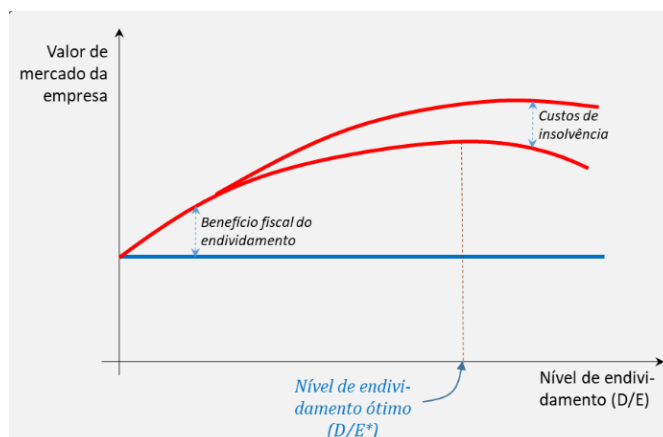
A tangibilidade dos ativos é outro fator determinante para esta teoria na medida em que os níveis de endividamento ótimos podem variar consoante os tipos de ativos que as constituem, Empresas que apresentem ativos seguros e tangíveis e com elevados níveis de rendibilidade tendem a ter rácios de endividamento mais elevados do que empresas com ativos de risco e intangíveis que devem depender essencialmente de capital próprio (Brealey & Myers, 2005) Porém, como Damodaran (2004) explica há que estabelecer um equilíbrio entre o valor da dívida e os custos associados, tendo em conta que conforme aumenta a dívida, os custos associados ao endividamento também vão aumentando. A empresa deverá medir os impactos do benefício fiscal com as dificuldades financeiras até conseguir atingir o valor máximo de endividamento que maximize o seu valor. Para tal, as empresas devem financiar-se por capital alheio até ao ponto máximo em que o benefício resultante das poupanças derivado da dívida é igual aos custos marginais de falência e de agência resultantes dos interesses conflituosos entre acionistas e credores, (Myers, 2001).

De seguida, apresentamos a figura 2.2 que representa esta teoria em que compara nível de endividamento com o valor da empresa:

---

<sup>3</sup> BYOUN, S. – How and when do firms adjust their Capital Structures toward Targets? **The Journal of Finance**. ISSN 1540-6261.63:6(2008) 3069-3096

Figura 2.2 – Teoria Trade-off



Fontes: Adaptado Cohen 1996 e Nunes (2018)

Em suma, a teoria *trade-off*, reconhece o endividamento como uma vantagem para a empresa através da poupança fiscal sendo necessário que a empresa tenha capacidade para produzir lucros que permitam a usufruir dessas poupanças. Por outro lado, e como podemos verificar no gráfico em cima, a partir de determinado nível, o endividamento aumenta o risco de insolvência que por consequência, traz consigo custos que ao contrário do pretendido, influenciam de forma negativa o valor da empresa.

### 2.4.3. Teoria da agência

Em 1976, os autores Jensen e Meckling, com base no modelo desenvolvido por M&M que pressupõe a existência do efeito fiscal na estrutura de capital das empresas, desenvolveram um modelo no “*The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*” que considera a existência de conflito de interesses entre os detentores de capital e os gestores.

A relação de agência estabelece-se entre os principais em que um primeiro delega no segundo a elaboração de um conjunto de atividades, tal como Vieito e Maquieiro (2010) explicam. Normalmente, ocorre entre o acionista e o gestor ou entre o acionista e o credor, sendo que nesta relação o acionista transmite parte do seu poder de decisão ao gestor. Os autores Martins *et al.* (2009) explicam que a materialização de uma relação de agência é feita por via de um contrato formal ou informal, em que o designado principal mandata o agente. O conflito de interesses que a teoria pretende analisar devem-se ao fato de existir uma multiplicidade de interesses entre os vários *stakeholders* como é o caso do acionista que pretende maximizar a sua riqueza (para aumentar o valor de mercado) enquanto o

gestor/agente tenderá a privilegiar os resultados que possam beneficiar o seu desempenho. Os custos associados à tentativa de diminuição destes custos denominam-se por custos de agência e os autores da teoria de agência distinguem dois tipos de custos de agência que afetam negativamente o valor da dívida:

I. Custos de agência de capital próprio.

Estes custos resultam do conflito de interesses entre os acionistas e os gestores.

Com base na síntese que Augusto (2006) descreveu, elaboramos a seguinte figura que demonstra alguns trabalhos desenvolvidos sobre os custos de agência relacionados com capital próprio:

Figura 2.3 – Custos de agência de capital próprio

| Tipos de conflito   | Autores   |
|---|---|
| Deslocação dos recursos da empresa para o consumo privado dos administradores     | Jensen e Meckling (1976)  |
| Problema de sobre-investimento  | Jensen (1986), Stulz (1990)                                       |
| Possibilidade de liquidar ou reorganizar a empresa                                | Grossman e Hart (1982), Williamson (1988) e Harris e Raviv (1990) |
| Atitude discricionária por parte dos administradores face aos recursos da empresa | Barnea <i>et al.</i> (1990)                                       |

Fontes: Adaptado Augusto (2006)

Na figura 2.3 verificamos quatro tipos de conflitos relacionados com o capital próprio entre acionistas e gestores, referenciados os autores que desenvolveram trabalhos sobre estes tipos de custo de agência.

## II. Custos de agência da dívida.

Estes resultam do conflito entre o acionista e credores e como Vieito e Maquieira (2010) referem, existem três tipos de custos associados à dívida nomeadamente, custos de falência, custos associados à possível redistribuição da riqueza entre os obrigacionistas e acionistas e custos associados às cláusulas restritivas em contratos de dívida.

Já falamos anteriormente sobre falência que ocorre quando os *cash-flows* gerados não são suficientes para suportar as dívidas. Numa situação ideal, as empresas deveriam declarar falência quando o valor dos seus ativos iguala ao valor das suas dívidas. Contudo, sabemos que não é isso que acontece e pedir falência tem custos associados.

Quando a falência ocorre, é iniciado um processo legal com despesas associadas e os detentores da dívida não receberão tudo o que lhes é devido. Uma parte do ativo da empresa desaparecerá no processo legal constituindo as despesas legais e administrativas dos chamados custos diretos da falência.

Estes custos de falência são vistos como um entrave e falta de incentivo ao financiamento da dívida. Ross *et al.* (2008) referem que as empresas enfrentam uma espécie de dilema pois se pedirem um empréstimo, este economiza o dinheiro da empresa em impostos corporativos, contudo quanto maior for o valor do empréstimo, maior probabilidade existe de a empresa falir e o respetivo custo de falência.

Uma empresa tenta evitar ao máximo o pedido de falência pois para além dos motivos óbvios do seu negócio não estar a funcionar, temos os custos diretos da falência associados referidos, por isso uma empresa gasta recursos para evitá-la. Muitas empresas que estão com dificuldades em solver e cumprir as suas obrigações de dívidas pedem finalmente falência, mas a maioria não o faz porque este pedido significa que nunca mais vão conseguir recuperar. Os custos dos problemas financeiros são maiores quando os acionistas e os detentores de títulos não pertencem ao mesmo grupo, sendo que enquanto a empresa não estiver reconhecida como falida, quem a controla são os acionistas, tendo havido um acordo para protegerem os interesses económicos. Ambas as partes têm motivos para não pedir falência, por um lado os acionistas podem ser retirados do controlo e por outro, os detentores de títulos estão preocupados em proteger o valor do ativo da empresa e em tirar o controle dos acionistas.

Quanto ao custo de agência associado à possível redistribuição da riqueza entre os obrigacionistas e acionistas, que segundo Vieito e Maquieira (2010) “as decisões tomadas

pelos acionistas poderão ter influência sobre a política de investimentos, a política de financiamento e a política de dividendos”.

Os autores da teoria de agência apontaram quatro fontes de redistribuição de riqueza, como explicam Vieito e Maquieira (2010):

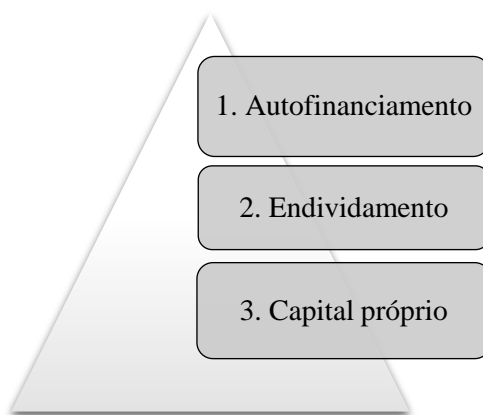
- Substituição de ativos: através do aumento do nível de risco dos ativos, a probabilidade da dívida ser paga no futuro diminui e conseqüentemente o valor de mercado dessa dívida diminui;
- Diluição de pagamentos: através da emissão de dívida de pelo menos igual prioridade à existente, pode verificar-se uma redistribuição de riqueza dos antigos obrigacionistas para os acionistas;
- Pagamento de dividendos: através do aumento, inesperado, do pagamento de dividendos que irá diminuir a retenção de recursos financeiros e, conseqüentemente, a acumulação de ativos.

Por fim, a inserção de cláusulas restritivas nos instrumentos de dívida, ajuda a minorar os custos de agência, contudo não elimina na totalidade devido, a maioria dos casos, ser mais dispendioso tentar investigar e precaver todos os possíveis conflitos que possam surgir do que o benefício que advém dessas proteções.

#### **2.4.4. Teoria *Pecking Order* e a Assimetria da Informação**

Os estudos sobre as empresas apresentarem uma hierarquia de preferências relativamente a fontes de financiamento para investir, começaram a ser desenvolvidos por Donaldson em 1961. Contudo, foi em 1984 que Myers e Majluf publicaram o artigo “*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*” que concretizou a teoria. Nesta teoria, a estrutura ótima de capital traduz-se num conjunto sucessivo de decisões que maximizam o valor da empresa e não o nível ótimo de endividamento, dando prioridade ao financiamento interno como identificado na figura 2.4:

Figura 2.4 – Teoria *Pecking order*: Prioridades



Fontes: Elaboração própria baseado em Myers (1984)

Como podemos observar na figura 2.4, a teoria tem como máxima a utilização do autofinanciamento, isto é, na *Pecking Order* os lucros acumulados minorizam a necessidade de utilização de capital de terceiros, refletindo-se numa vantagem acrescida tendo em conta que empresas com menor nível de endividamento são as mais lucrativas, enquanto na teoria *Trade-Off* verifica-se que a obtenção de lucros está relacionada com um maior nível de endividamento,

Segundo Myers (1984), esta teoria obedece à seguinte hierarquia de escolhas:

- I. As empresas priorizam o autofinanciamento em detrimento do financiamento externo;
- II. As empresas adaptam os rácios de distribuição de resultados às oportunidades de investimento para não haver alterações significativas;
- III. A política de dividendos depende das flutuações não previsíveis da rentabilidade da empresa e das suas oportunidades de investimento;
- IV. Em caso de recurso ao financiamento externo, as empresas devem em primeiro lugar recorrer ao endividamento, em segundo à emissão de títulos (como obrigações convertíveis) e só em última instância a emissão de novas ações.

No seguimento destas escolhas, é perceptível que os apoiantes desta teoria defendem que empresas com lucros mais elevados têm tendência a recorrer menos ao endividamento pelo facto de se financiarem com recursos internos.

A teoria *pecking order* ou a teoria da hierarquia das escolhas começa com a existência da assimetria de informação (Brealey&Myers,1998) que como referimos anteriormente

consiste em os gestores terem uma informação privilegiada comparativamente aos investidores externos. A informação assimétrica é um fator influenciador da escolha entre o tipo de financiamento (interno ou externo à empresa) e entre novas emissões de dívida ou de ações e por isso o principal objetivo desta teoria consiste em minimizar os custos originados por esta assimetria da informação.

Para Shyam-Sunder e Myers (1999) devido à assimetria da informação e problemas relacionados com o financiamento externo, as empresas devem seguir uma política de financiamento hierarquizada onde é dada preferência ao financiamento interno em relação ao de terceiros. Para os autores o rácio de endividamento corresponde ao resultado acumulado do financiamento hierárquico ao longo do tempo.

A assimetria da informação tem sido discutida, especialmente no contexto de separação de quem tem o controlo e quem detém as propriedades, por potenciar alguns conflitos de interesse (p.e. acionista maioritário usufruir de informação privilegiada em benefício próprio durante negociações de ações). Não só o acionista maioritário pode beneficiar de informação privada pois qualquer participante nos mercados pode usufruir desta informação confidencial na negociação de títulos e valores imobiliários.

A assimetria da informação pode acontecer em variadas situações. Myers e Majluf (1984) explicam a possibilidade de existência de assimetria de informação, exemplificando que numa determinada empresa a possibilidade de uma oportunidade de investimento nos ativos em que para tal, será necessário emitir ações para aumentar parte ou em todo o dinheiro necessário para a realização deste projeto. Sendo a venda das ações para todas as pessoas, surge a dúvida de se os gestores ao terem acesso a informação privilegiada sobre o valor dos seus ativos terão certas vantagens e oportunidades de que se face aos investidores externos. Neste sentido, têm-se verificado divergências e discussões entre os sócios e gestores das empresas nas negociações das mesmas devido à possibilidade de haver estes tipos de vantagens ou desvantagens no crescimento dos resultados das empresas.

## **2.5. Variáveis da estrutura de capital**

Como referimos no início da nossa investigação, pretendemos fazer uma análise a dois CAE da indústria transformadora com base em indicadores económico-financeiros para compreendemos e avaliarmos a estrutura financeira num determinado período. A estrutura de capital de uma empresa varia em função de muitos fatores que podem ser agrupados de várias maneiras.

Identificamos alguns exemplos de variáveis que são inerentes à empresa e que podem influenciar positiva ou negativamente a maneira como as empresas utilizam o seu capital.

### **2.5.1. Dimensão**

A dimensão das empresas está dependente de um conjunto de fatores e determinantes. Olawale, Ilo e Bamidela (2017) afirmam que os fatores que determinam a dimensão de uma empresa prendem-se com as características das empresas e do setor de negócio em que as empresas atuam, isto é, se estão presentes num mercado de concorrência imperfeita (ou não).

Como vimos anteriormente, o valor da empresa varia negativamente com os custos de insolvência. A relação contrária, ou seja, positiva, verifica-se entre a diversificação da atividade da empresa e a probabilidade de insolvência que aumenta tanto quanto a primeira for menor, tal como Constand, Osteryoung e Nast (1991) afirmam.

Scott (1976) refere que empresas de maior dimensão acedem mais facilmente ao mercado de capitais, diversificam mais o seu negócio e pagam menores taxas de juro, podendo endividar-se mais.

A maioria dos autores defende que existe uma relação positiva entre a dimensão das empresas e o seu nível de endividamento, Rocha (2000) justifica que as empresas de menor dimensão (micro e pequenas empresas) devido a estarem numa fase inicial do seu ciclo de vida caracterizada pela dificuldade em obter capitais próprios internos, vêm uma oportunidade no capital alheio de obter os recursos necessários para o seu crescimento e alcance dos objetivos. Neste sentido, à medida que uma empresa cresce aumenta também a sua capacidade de autofinanciamento e conseqüentemente uma diminuição da dependência do capital alheio. Warner (1977), Ferri e Jones (1979) defensores da teoria *trade-off* analisaram que empresas com maiores dimensões são mais diversificadas, são mais estáveis e apresentam menores custos de falência (quando comparados com o valor da empresa), e também taxas de juro mais baixas no acesso ao crédito nos mercados de capitais com taxas de juro inferiores. Neste sentido, concluíram que por estes factos a relação entre a dimensão e o endividamento das empresas é positiva pois devido à maior estabilidade da situação das empresas e o facto de terem acesso a taxas de juro mais baixas, é um incentivo ao endividamento. Para a teoria *pecking order* a dimensão serve como um elemento que permite à empresa dar visibilidade perante os investidores, reduzindo os eventuais problemas que possam derivar de assimetrias de informação entre os credores e investidores e os gestores das empresas. Neste sentido, os defensores desta teoria afirmam que empresas de maior

dimensão estão sujeitas a menor assimetria de informação, favorecendo o endividamento. Contudo, esta teoria também pode ser vista de outra forma tendo em conta que empresas de maior dimensão dão preferência ao financiamento através de fundos próprios traduzindo-se em níveis inferiores de endividamento, e uma relação negativa entre a dimensão e o endividamento. É, portanto, uma teoria sem grandes conclusões sobre esta temática.

### **2.5.2. Rendibilidade**

Quando falamos de rendibilidade falamos de análise de eficiência de algo que no caso das empresas pode ser compreendido como a avaliação da eficiência dos recursos e a capacidade dos mesmos gerarem lucro, isto é a comparação entre os ganhos e o valor da empresa. Os ganhos de uma empresa são avaliados pelos seus resultados líquidos.

Existem vários tipos de rendibilidades que podemos usar para uma empresa. Breia *et al.* (2014) agrupam a rendibilidade em dois tipos: rendibilidades económicas e rendibilidades financeiras. Essencialmente, o que as distingue é a maneira como se relacionam com a estrutura de capital sendo que as rendibilidades de natureza económica são indiferentes à estrutura de capitais e aos respetivos custos enquanto as rendibilidades financeiras têm uma relação direta com os gastos financeiros.

Um dos rácios muito utilizado na análise da rendibilidade das empresas é dado pelo quociente entre o EBITDA e o Ativo Total. Importantes são também o rácio da rendibilidade operacional do ativo e o rácio da rendibilidade dos capitais próprios, que serão explicados mais pormenorizadamente no ponto (3.4).

Rajen e Zingales (1995) identificaram uma potencial relação positiva entre as empresas com um nível de lucros mais elevados e a alavancagem financeira, sustentada pelo facto de os credores darem preferência a emprestar às empresas mais lucrativas, aumentando a probabilidade desses empréstimos serem remunerados, e por isso pagarem as duas dívidas.

A teoria *trade-off* tem uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento pois com o objetivo de aproveitar o benefício fiscal, este serve como que um incentivo para as empresas mais lucrativas para recorrer ao endividamento através do uso da dívida. Como estas empresas também apresentam um menor risco de falência, a relação também se verifica positiva.

Para os autores Frank e Goyal (2007) existe uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento das empresas, pois empresas mais rentáveis têm menos custos de falência e

por isso uma maior capacidade de utilizar dívida. Quanto maior for a rentabilidade, maior é a tendência a apresentar custos de falência mais reduzidos (comparativamente aos restantes) dando relevância aos benefícios fiscais.

Segundo a teoria da hierarquia das fontes de financiamento, empresas mais rentáveis tenderão a recorrer menos à dívida porque as empresas dão prioridade aos fundos gerados internamente e só depois recorrem à utilização de capitais alheios e por isso, contrariamente ao que vimos na teoria *trade-off*, a teoria *pecking order* defende que existe uma relação inversa entre a rentabilidade e o endividamento. Myers (1984) refere que empresas mais lucrativas tendem a emitir menos dívida para evitar a assimetria de informação envolvida no lançamento da própria. Rajan e Zingales (1995), Harris e Raviv (1991) e Baskin (1989) são outros autores que evidenciaram que a rentabilidade e o endividamento estão negativamente correlacionados

### **2.5.3. Tangibilidade dos ativos**

Muitos estudos têm demonstrado que a composição do ativo das empresas pode determinar a estrutura do seu capital. Os ativos das empresas podem ser classificados como ativos tangíveis (como por exemplo máquinas) e ativos intangíveis (como por exemplo as patentes).

O conceito de tangibilidade dos ativos prende-se com o valor que os investidores atribuem para efeitos de garantia, no sentido que é mais fácil avaliar um bem tangível do que um bem intangível e por isso, quanto mais quantificáveis e tangíveis forem, melhor é para a empresa, pois estes podem ser usados como que uma caução em caso de endividamento. Myers (1977) defende que os ativos tangíveis podem ser dados como uma garantia e que simultaneamente reduzem os custos de agência e indiretamente os custos de falência, porque em caso de necessidade podem ser liquidados e transformados em valor monetário.

Jorge e Armada (2001) afirmam que quanto maior for a capacidade de a empresa oferecer garantias às quais os investidores atribuem valor real, menores serão as perdas que impõem em caso de insolvência, e conseqüentemente, menor tenderá a ser a taxa de juro exigida.

Tal como a teoria de Myers e Majluf (1984) refere, empresas com ativos menos tangíveis têm mais problemas relacionados com a assimetria da informação, pois para os credores empresas com maior tangibilidade de ativos apresentam maiores garantias.

Relacionando uma das teorias que estudamos anteriormente nomeadamente a teoria *trade-off*, esta define que empresas com mais ativos tangíveis têm maiores condições de prestar

garantias aos seus credores, o que pela ótica dos mesmos é considerado um elemento atrativo por diminuir o seu risco, e por isso, levando a um aumento do endividamento destas empresas.

Existem autores como Lumby (1991), Rajan e Zingales (1995) e Bevan e Danbolt (2002) que defendem que quanto maior o volume de ativos tangíveis, as empresas tendem a endividar-se mais. Para Titman e Wessels (1988) empresas com maior número de ativos tangíveis, atingem mais depressa o endividamento devido a existirem menos problemas de agência.

#### **2.5.4. Risco**

Existem várias maneiras de definir e vários significados associados ao conceito de risco. Breia *et al.* (2014) enunciam alguns exemplos de riscos existentes como por exemplo o risco de liquidez, o risco de negócio, o risco operacional, etc.

No contexto do investimento, quando uma empresa pretende investir em algo, por muito bem planeado que tenha sido e o resultado dos cálculos a perspetivar o mesmo sejam positivos, existe uma parte que ninguém consegue prever que está relacionado com o fator surpresa. Neves (2012) define risco como a possibilidade de perda sendo que existe uma relação positiva entre ambas, na medida em que quanto maior a probabilidade de perda, maior é o risco que se corre. O risco é difícil de se inserir nos cálculos de investimentos na medida em que este resulta de fatores externos às empresas que estão relacionados com fatores económicos, políticos, sociais, entre outros.

O gestor financeiro nas decisões que tem que tomar relacionadas com a estrutura de capital, deve estar consciente das dimensões do risco financeiro, ou seja, quando toma decisões sobre financiamento, deve ter presente o risco que corre. Segundo Bradley, Jarrel e Kim (1984) as empresas com maior risco de negócio tendem a reduzir o peso do endividamento na sua estrutura de financiamento e por isso como Neves (2012) refere a rendibilidade dos capitais próprios é afetada pelo grau de alavanca financeiro (que resulta do efeito da política financeira) e por outro pela estrutura de capital da empresa.

A maioria dos estudos realizados corroboram a teoria de que existe uma relação negativa entre o endividamento e o risco como por exemplo Chung (1993). Verifica-se que existe uma relação direta entre o valor de uma empresa e o risco pois quanto maior for o risco, maior será o retorno obtido e consequentemente o valor da empresa.

O risco é então uma variável bastante influenciadora da estrutura de capital, contudo apesar da sua relevância é muito complicado incluí-lo nas decisões que impactam diretamente a estrutura e composição de capital das empresas.

## 2.6. Caracterização das empresas portuguesas – visão geral

O tecido empresarial português é maioritariamente constituído por empresas de pequena e média dimensão, mais conhecidas por PME's. Estas empresas assumem um papel com extrema relevância na medida em que impulsionam emprego e geram riqueza económica para o nosso país. O tema das PME's sempre foi muito debatido, mas desde que o nosso país começou a entrar numa recessão económica, ganhou ainda mais força.

Para o nosso estudo, interessa deixar claro o que caracteriza e define uma PME e como tal, recorremos ao que está estabelecido pela lei através da Recomendação da Comissão 2003/3617CE de 06 de maio com entrada a vigor a 1 de Janeiro de 2005, que no parágrafo 2, do Artigo 2º do Título I, define os efetivos e limiares que definem as categorias de empresa.

Os efetivos dizem respeito aos trabalhadores que trabalham nas empresas que abrange os colaboradores que trabalham a tempo inteiro, tempo parcial e sazonal. Quanto aos limiares dizem respeito ao volume de negócios anual das empresas (receitas das empresas resultantes das vendas e/ou prestação de serviços) e ao balanço total anual que identifica os principais ativos de uma empresa. Em seguida, apresentaremos na figura 2.5 os limiares definidos para cada classe de empresa sendo que à data do balanço não devem ultrapassar dois dos três limites apresentados (excluindo as situações referidas na classe que antecede):

Figura 2.5 – União Europeia: Classificação de Empresas Quanto à Dimensão

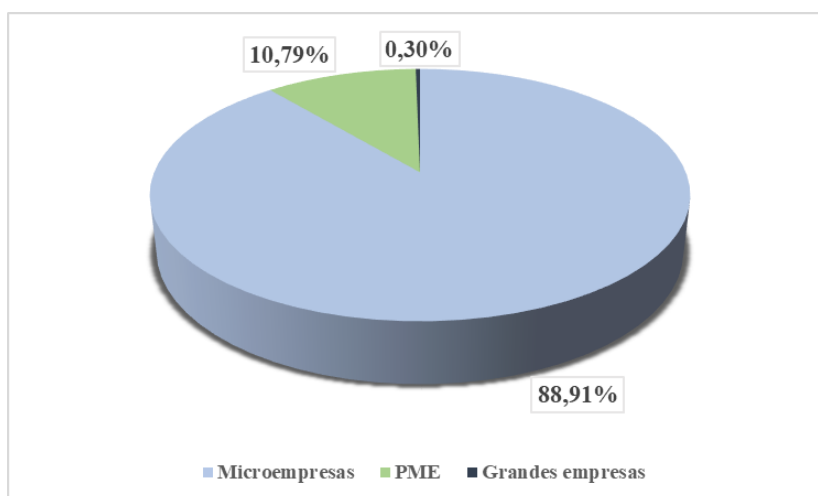
|                             | Micro Empresas | Pequenas Empresas | Médias Empresas | Grandes Empresas |
|-----------------------------|----------------|-------------------|-----------------|------------------|
| Total Balanço (m€)          | < 350          | < 4 000           | < 20 000        | ≥ 20 000         |
| Volume de Negócios (m€)     | < 700          | < 8 000           | < 40 000        | ≥ 40 000         |
| Nº Médio de Epregados (pax) | < 10           | < 50              | < 250           | ≥ 250            |

Fontes: Adaptado de Decreto-Lei 98/2015

Em 2015 publicado o Decreto-Lei 98/2015, com efeitos a 1 de Janeiro de 2016, que veio transpor a Diretiva 2013/34/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, relativamente às e demonstrações financeiras anuais, às demonstrações financeiras consolidadas e aos relatórios conexos de certas formas de empresas.

Em seguida, apresentamos a figura 2.6 que reflete a composição do número de sociedades não financeiras por dimensão no ano de 2016:

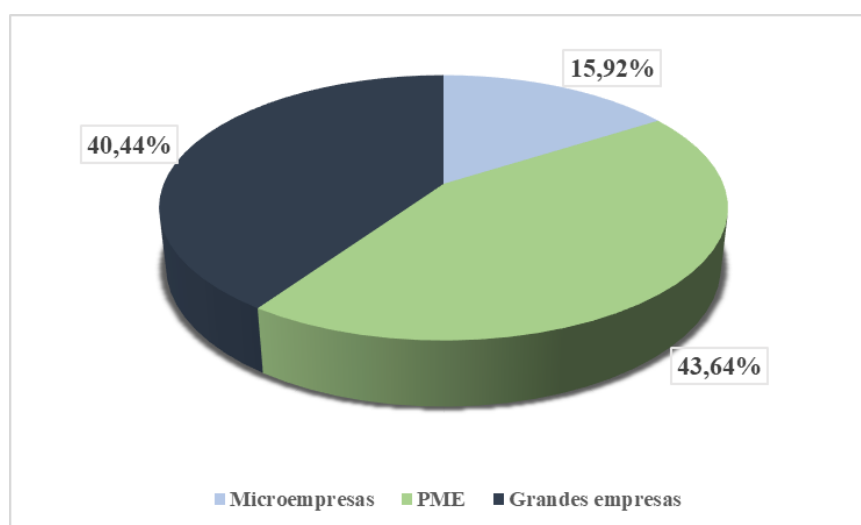
Figura 2.6 – Número total das SNF por dimensão em 2016



Fontes: Adaptado de Base de Dados do Banco de Portugal

Através da figura 2.6, reforçamos o que já foi dito anteriormente de que em Portugal, a categoria de empresas com maior relevância é a de micro e pequenas e médias empresas. Como podemos observar, o número total de empresas em 2016 era constituído por 88,91% de Microempresas, 10,79% de PMEs e de 0,30% grandes empresas. Contudo, apesar do maior peso do número destas classes de empresas ser as referidas, a conclusão relativa à composição do volume de negócios é diferente como podemos observar na figura 2.7:

Figura 2.7 – Volume de negócios das SNF por dimensão em 2016



Fontes: Adaptado de Base de Dados do Banco de Portugal

Como podemos observar na figura 2.7, apesar do maior número de empresas pertencer às classes de microempresas e PME, na contribuição para o volume de negócios total as que menos contribuem são as micro com um valor de 15,92%. No seguimento do que se tem vindo a refletir de que as PME têm um papel muito importante para a economia de Portugal as PME são as que mais contribuem para o volume de negócios com um total de 43,64% a par das grandes empresas com um total de 40,44%.

O tema de financiamento das PMEs carece de especial atenção na medida em que, é um grande limitador do crescimento destas empresas. São vários os autores que sublinham este fator como uma barreira ao maior contributo das PMEs para as economias nacionais. Matias, Serrasqueiro e Costa (2010) são alguns dos autores que afirmam que restrições legais (no acesso ao crédito bancário), a falta de um historial sólido que permita algumas garantias, e a má gestão nas decisões de captação de fontes de capital, são os principais fatores limitadores para o crescimento das PMEs.

Alves (2013) apresenta um estudo sobre o padrão de financiamento das empresas portuguesas num contexto de 55 países em que conclui que Portugal comparativamente a países como a Alemanha e Espanha, tem uma estrutura de utilização de curto e de longo prazo bastante semelhante sendo que, na dívida de longo prazo representa cerca de 60% da dívida total, demonstrando que o nosso país apesar de tudo, não tem um tecido empresarial muito diferente de países desenvolvidos. Porém, quando comparado o nível de endividamento face ao ativo, as conclusões são mais negativas pois Portugal é um dos países com maior nível de endividamento do mundo. O mesmo autor afirma que apesar de Portugal ser um dos países mais endividados mundialmente, o mercado tem cada vez mais, vindo a valorizar as empresas nacionais.

Para o nosso estudo, decidimos estudar dois setores da indústria pela totalidade da sua dimensão que serão abordados nos pontos seguintes.

### **3. Estudo Empírico**

#### **3.1. Questões para investigação**

As questões para investigação foram agrupadas em vários subtemas, com base na informação disponibilizada pelo Bando de Portugal e constante de vários estudos identificados, de forma a permitir a comparação histórica e análise da evolução (período 2012-2017):

##### Q1 – A Autonomia Financeira

- Evolução ao longo do período em análise;
- Comparação entre os dois setores
- Comparação dos setores selecionados com a globalidade das empresas não financeiras;

##### Q2 – Composição do Endividamento – peso do Passivo Remunerado

- Evolução ao longo do período em análise;
- Comparação entre os dois setores
- Comparação dos setores selecionados com a globalidade das empresas não financeiras;

##### Q3 – Rendibilidade – Margem EBITDA, Rendibilidade Operacional do ativo e Rendibilidade dos Capitais Próprios

- Evolução ao longo do período em análise;
- Comparação entre os dois setores
- Comparação dos setores selecionados com a globalidade das empresas não financeiras;

Com esta investigação esperamos analisar as questões identificadas sobre o comportamento económico-financeiro das empresas dos setores da indústria do vestuário e da indústria do setor da madeira e cortiça, compreendendo a evolução entre o ano de 2012 e 2017 de ambos os setores e ainda como é que estas se situam perante a totalidade das sociedades não financeiras em Portugal. Na análise de cada setor em separado e na análise com a comparação entre os dois, os valores que decidimos utilizar foram através da média aparada que como a própria base de dados explica é a média calculada a partir dos rácios individuais das empresas do agregado excluindo os valores extremos da distribuição porque

consideramos que os valores extremos iriam destorcer a realidade do setor e como tal obter resultados mais realistas e diferentes dos já realizados. No entanto, para comparar os estudos anteriormente realizados estes foram feitos com base na média do setor e por isso, consideramos a média total dos setores e também das sociedades não financeiras em Portugal.

### **3.2. Objetivos**

Com a presente investigação, pretendemos fazer uma análise económico-financeira dos dois setores de atividade escolhidos no período em análise, procurando responder às questões identificadas no ponto anterior, percebendo como é que os setores se comportam através dos indicadores selecionados.

De um modo geral, queremos verificar se o que se obteve em estudos e literaturas já existentes se aplica.

### **3.3. Justificação dos setores em análise**

Após uma pesquisa em várias fontes de informação, como por exemplo o Banco de Portugal e Pordata, verificamos que o setor da indústria transformadora apresenta um relevo significativo na atividade económica portuguesa. Pesquisamos os valores mais recentes (2016) e a indústria transformadora representava um total de volume de negócios de cerca de 24% face ao total do país, tendo apenas à sua frente com quase 38% o setor do comércio por grosso e a retalho.

Em seguida apresentamos a figura 3.1 que representa os valores que utilizamos como meio de análise:

Figura 3.1 – Peso do VN das atividades não financeiras em Portugal no ano de 2016



Fonte: Adaptado de Pordata

Fazendo uma breve análise da figura 3.1, destacam-se de imediato dois setores de atividade que apresentam um maior peso de volume de negócios em comparação ao total de VN em Portugal no ano de 2016 – setor do comércio por grosso e retalho com cerca de 38% e o setor da indústria transformadora com cerca de 24%. Estes dois distanciam-se dos restantes, sendo que o terceiro setor que mais contribui para o total de VN é o setor da eletricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio com cerca de 6%. Para o nosso estudo, considerámos que faria sentido a análise incidir sobre um setor com grande relevância para a economia do nosso país e por isso, após análise dos dados anteriores a escolha prévia apontava para um dos setores mais relevantes. Um dos fatores que foi determinante para a nossa escolha foi o número de empresas existentes nos setores de atividade e por isso optámos por utilizar o setor da indústria transformadora para a nossa investigação por considerarmos que seria um estudo com mais significância e com um maior número de empresas para fazer a análise.

Para além dos motivos referidos no parágrafo anterior, percebemos a relevância que o setor do vestuário tem vindo a ter e crescer na economia portuguesa. No período em análise, os números demonstram que houve um aumento no volume de negócios, aumento este que não se verificou no que se refere ao número de empresas, não tendo havido grandes modificações entre 2012 e 2017. Os dois fatores referidos, apontam para um aumento da rentabilidade das empresas, e por isso, decidimos que seria um setor com características interessantes para incluirmos na nossa investigação.

Quanto ao setor da madeira e cortiça, este tradicionalmente é considerado um dos setores importantes na economia portuguesa pois a nível mundial somos considerados dos melhores exportadores devido à qualidade do nosso produto e serviço.

Quanto à escolha do período em análise, o nosso desejo era de que, essencialmente, acrescentasse valor à literatura existente e por isso, ser com dados o mais recentes possível. Para que o mesmo tivesse alguma materialidade, definimos também que teria que conter, pelo menos cinco anos evidenciados. O ano de 2011 foi o primeiro em que se fizeram sentir em Portugal as medidas impostas pela Troika e por isso, decidimos iniciar o estudo no ano seguinte. Como tal, o período que selecionamos para análise foi entre os anos de 2012 e 2017 (inclusive).

### **3.4. Indicadores económico-financeiros**

A seleção dos indicadores para o nosso estudo numa primeira abordagem foi feita com base nos critérios que considerámos serem os mais pertinentes, relevantes e abrangentes no que diz respeito ao tipo de informação que poderíamos obter dos mesmos. Numa segunda fase, procuramos os indicadores que a base de dados do Banco de Portugal tinha disponíveis e selecionamos com base nesses de modo a simplificar o nosso estudo.

O primeiro indicador que selecionamos foi o da Autonomia Financeira que à luz do conceito do BdP é calculado através do quociente entre o Capital Próprios e o Ativo Total. Este rácio é um indicador bastante utilizado na análise financeira pela sua capacidade de demonstrar duas perspetivas da situação financeira cujo objetivo principal é de avaliar o nível de endividamento das empresas. Este indicador avalia o nível de dependência que as empresas têm relativamente aos capitais alheios e ao mesmo tempo consegue avaliar a capacidade de financiamento dos seus ativos totais com recursos aos capitais próprios.

Para percebermos a relevância que o passivo remunerado tem sobre o Ativo Total, e deste modo avaliar a dimensão que o Passivo remunerado tem sobre a estrutura de capital das empresas, considerámos o rácio do passivo remunerado ou Endividamento que é calculado através do quociente entre o Passivo remunerado e o Total do Ativo e que constitui assim o complementar da AF.

O rácio dos juros suportados permite-nos compreender se o EBITDA é suficiente para fazer face aos gastos de financiamentos. Como tal, o rácio é dado pela divisão dos juros suportados pelo EBITDA.

Um indicador bastante conhecido e utilizado nas empresas é o da rentabilidade dos capitais próprios (RCP) ou em inglês *Return on Equity* (ROE) que, tal como o BdP indica, obtém-se dividindo os resultados líquidos pelos capitais próprios. Este indicador económico é utilizado para avaliar a eficiência do investimento através de capital próprio, ou seja, medir o retorno financeiro. O resultado que se obtém através da RCP representa a taxa de retorno dos capitais próprios que foram aplicados na empresa. Carrilho, Pimentel, Prates e Laureano (2005) chamam a atenção para que este valor não deve ser confundido com a remuneração dos capitais investidos diretamente pelos sócios/acionistas na medida em que esta depende da política de distribuição de resultados aprovada as respetivas assembleias gerais.

Fernandes *et al.* (2016) descrevem que uma situação onde uma empresa apresenta uma RCP superior à do setor em que se insere, reflete uma melhor capacidade de remuneração dos capitais próprios por parte da empresa face às empresas do setor e de um ponto de vista dos investidores, torna-a mais atrativa.

Quando analisamos a rentabilidade do Capital Próprio pelo rácio referido, ficamos apenas com uma noção de se a rentabilidade é alta ou baixa em termos comparativos. Contudo, existem equações que nos ajudam a perceber melhor os valores por trás deste rácio nomeadamente, a análise do modelo *DuPont*. Essencialmente, este modelo agrega as condicionantes da rentabilidade em duas áreas: a área operacional e a área financeira. Para a nossa investigação, não consideramos este modelo pois estas informações não se encontravam na base de dados dos indicadores.

Os gestores deparam-se sobre um dilema quando pretendem utilizar o capital próprio nos seus investimentos sendo necessário comparar os níveis de rentabilidade com o risco como já foi referido na primeira parte desta dissertação.

Um indicador que se foca mais na parte operacional da empresa que selecionamos para o nosso estudo é a ROA, ou seja, o quociente entre o Resultado Operacional e o Ativo Total.

Como foi referido, a ROA é um indicador de rentabilidade que tem por objetivo avaliar a capacidade e eficiência da gestão dos capitais (alheios e próprios) detidos pela empresa. Por ser um indicador que considera todos os capitais, e não apenas os próprios, torna-se numa medida de avaliação da rentabilidade mais completa e pertinente, permitindo avaliar a alavancagem financeira.

Para Gonçalves, Santos e Rodrigo (2012) a ROA tem como objetivo analisar a capacidade que o Ativo Total da empresa tem para gerar lucros, face ao investimento que lhe está afeto.

Este indicador é calculado antes dos encargos financeiros e do efeito fiscal, contudo existe um outro indicador de rendibilidade do ativo que nos permite ter uma avaliação do ativo, já depois de deduzidos todos os gastos – rendibilidade líquida do ativo.

Segundo Fernandes, Peguinho, Vieira e Neiva (2016) este rácio avalia o retorno obtido por cada unidade monetária investida pela empresa sendo que, quanto maior o valor do indicador, maior será a tendência para o investimento gerar resultados. Neste sentido, os gestores ambicionam que este rácio tenha um valor o mais elevado possível pois significa um maior Resultado Líquido do Exercício. Os mesmos autores referem ainda que quando a ROA de uma empresa é superior à do seu setor significa que a empresa tem uma melhor capacidade geradora de rendibilidade operacional das aplicações em comparação às restantes empresas do setor.

Um indicador que ajuda os gestores a compreender o peso do EBITDA sobre as vendas das empresas é o rácio do EBITDA em percentagem que se obtém pela divisão do próprio pelo VN da empresa.

Quando analisamos este rácio ponderado estamos a incidir a nossa análise meramente na parte operacional da atividade da empresa. O EBITDA representa os recursos gerados pela atividade operacional da empresa antes de juros, taxas, depreciações e amortizações. Este indicador é muito utilizado pelos gestores para analisar o desempenho das suas organizações para auxiliar as suas decisões de investimento pois mede a produtividade e eficiência da mesma.

Quanto maior for o valor deste rácio, maior será o lucro operacional da empresa, no sentido em que as despesas operacionais apresentam um menor peso no valor do proveito total.

### **3.5. Estudos setoriais do Banco de Portugal**

Um dos nossos objetivos é de analisar os estudos existentes sobre os setores do vestuário e da madeira e cortiça e fazer uma comparação com os estudos sobre as sociedades não financeiras em Portugal. Como referimos anteriormente, o BdP disponibiliza esta informação que iremos utilizar como base para as nossas conclusões, através dos indicadores que selecionamos para a nossa análise. Deixamos a nota de que para os estudos realizados foram utilizados valores médios agregados dos respetivos setores e que os períodos analisados variam entre 2010 e 2016. Nos pontos seguintes, fizemos um resumo com a informação mais pertinente para a nossa análise entre o período selecionado.

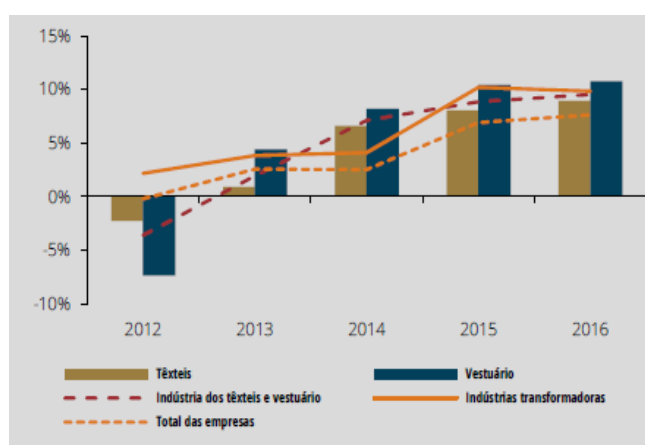
### 3.5.1. CAE 14 - Indústria do vestuário

Um dos vários estudos que o BdP elaborou centrava-se no estudo do setor dos têxteis e vestuário que engloba a Classificação de Atividade Económica (CAE) 13 e 14 no período de 2007 - 2011. Neste estudo, as conclusões centraram-se no último ano (2011) que foi quando se iniciou o período de assistência financeira em Portugal e também o primeiro ano que selecionamos para a nossa análise.

Em 2011, segundo a BdP (2018) a evolução dos valores médios do volume de negócios em 2011 foi positiva nos CAE 13 e 14 tendo registado um aumento de 2% face ao ano anterior, sendo que em específico o CAE 14 registou um aumento do VN de 3%. Contrariamente, as sociedades não financeiras registaram uma diminuição de 5% no seu volume de negócios que veio alterar a tendência registada dos anos anteriores cujas taxas de crescimento eram constantemente superiores aos dos setores referidos. Entre 2011 e 2016 a indústria dos têxteis e vestuário verificou variações sempre superiores às registadas nas restantes indústrias transformadoras e do total das empresas, isto é, SNF, tendo registado um crescimento do VN de 8% no CAE 14 (BdP, 2018). A Rendibilidade no setor dos têxteis do vestuário no ano de 2011, verificou um decréscimo a nível do EBITDA em cerca de 7%, tal como indica o BdP (2018). Em 2016, a tendência inverteu-se e registou-se um aumento de 10% no setor da indústrias dos têxteis e vestuário.

Em seguida, na figura 3.2 podemos observar a evolução da rendibilidade dos capitais próprios (valores médios) apresentada pelo BdP:

Figura 3.2 – Evolução RCP: Indústria dos têxteis e vestuário

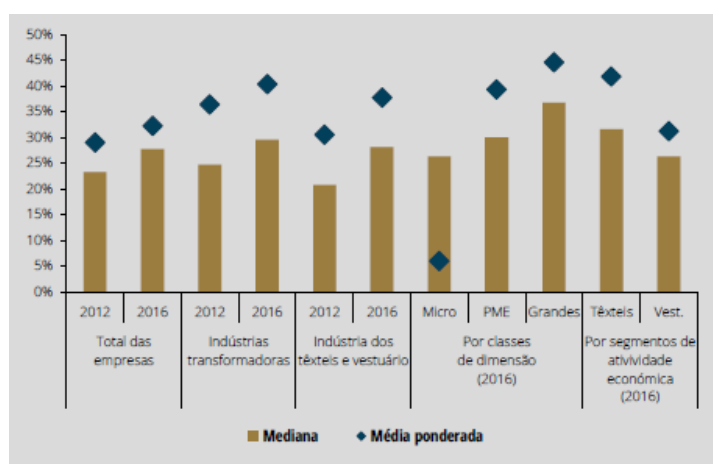


Fonte: Banco de Portugal (2018)

A rentabilidade média dos capitais próprios em 2011 apresentava um valor negativo (- 4%) como podemos observar na figura 3.2, contudo a CAE 14 apresentou uma melhoria de 2010 para 2011 subindo de -3% para -2% relativamente às Pequenas e Médias Empresas, demonstrando uma tendência de melhoria. Segundo o BdP (2018), em 2016 registou-se uma melhoria no valor da RCP destes setores tendo ascendido aos 10%, percentagem semelhante ao das indústrias transformadoras. O contributo maior para este crescimento foi do CAE 14 que em 2016 apresentava uma RCP de 11%.

Em seguida, na figura 3.3 podemos observar a evolução média e ponderada da Autonomia Financeira das indústrias transformadoras, dos têxteis e vestuário apresentada pelo BdP:

Figura 3.3 – Evolução AF: Indústria dos têxteis e vestuário



Fonte: Banco de Portugal (2018)

Em 2011, a Autonomia Financeira média (mediana) dos dois setores - têxteis e do vestuário - correspondia a cerca de 31% (CAE 14 de 22%) sendo que este valor foi ligeiramente inferior ao registado pelas sociedades não financeiras (33%), como podemos verificar na figura 3.3. Segundo o BdP (2012), em 2011 o financiamento da CAE 14 foi repartido por 27% por empréstimos bancários, 28% de créditos comerciais e o restante passivos (títulos de dívida e financiamentos remunerados de empresas do grupo p.e) representaram a diferença. Durante os anos seguintes, as variações anuais foram positivas em todos os períodos, sendo que entre 2012 e 2016 a AF do setor aumentou 7% e em particular, a CAE 14 em 2016 apresentava uma percentagem de 31%, demonstrando também uma tendência no seu crescimento. Segundo o BdP (2012) “o capital alheio teve um papel muito importante no funcionamento da atividade do setor dos têxteis e vestuário em Portugal”. Como também

é visível na figura 3.3, as indústrias transformadoras acompanharam este crescimento tendo registado um rácio de AF de 40% no último ano. Em linha, verificou-se que entre 2015 e 2016 o passivo de ambos os setores aumentou cerca de 4% em que todas as componentes do passivo registaram variações positivas, sendo que os que mais contribuíram foram outros financiamentos e créditos comerciais. Quanto ao setor do vestuário este obteve 37% dos empréstimos em função do passivo total, revelando ser um grande peso.

Em 2011, o peso dos juros no EBITDA sofreu um decréscimo de 33% que segundo BdP reflete as evoluções ao longo do período no EBITDA. O BdP (2012) refere que “[a] dívida financeira e os créditos comerciais representavam, em 2011, perto de dois terços do financiamento alheio”. A mesma fonte, justifica que em resultado do agravamento das condições de financiamento da economia portuguesa, a pressão financeira sobre o setor da indústria dos têxteis e vestuário também aumentou face ao ano anterior apresentando valores dos juros sobre o EBITDA muito elevados.

O passivo remunerado do setor, comparativamente a 2013 aumentou 3% em 2014 devido essencialmente aos empréstimos bancários, sendo que estes representavam cerca de 32% do passivo do setor. Olhando para o valor da dívida remunerada, que segundo o BdP (2015) é dada pelo conjunto de financiamentos remunerados obtidos pelas empresas que pode ser obtido pela emissão de títulos de dívida, empréstimos junto de instituições de crédito e sociedades financeiras, financiamentos dentro de empresas do grupo e outros tipos de financiamentos obtidos, no ano de 2010 representava em média 49% dos financiamentos obtidos, sendo que em 2014 o seu valor era de 46%.

No seguimento da situação da dívida financeira, importa perceber o papel dos juros suportados, que relativamente ao setor dos têxteis e vestuário tiveram uma diminuição média de 14%, redução que se verificou inferior em 4% à registada nas indústrias transformadoras embora superior ao total das empresas que apresentou um valor percentual de 9%. Esta diminuição do peso dos juros suportados em conjunto com o aumento do EBITDA determinou uma redução na pressão financeira, (BdP, 2018). Os juros suportados consumiram 11% do EBITDA gerado pelo setor em 2016 no mesmo ano em que se verificou ser superior ao registado pelas indústrias transformadoras (com uma percentagem de 8%), mas inferior ao total das empresas (com uma percentagem de 17%). Esta diminuição no setor vem reforçar a tendência registada em 2010, contrária à verificada das indústrias transformadoras e o total das empresas que neste ano tendiam a aumentar. O financiamento

através de capital alheio do setor dos têxteis e vestuário, em 2010, era maioritariamente constituído por dívida financeira e créditos comerciais (65%).

Quanto à rendibilidade do capital próprio da indústria dos têxteis e do vestuário de 2010 a 2016 registou um valor positivo por ter crescido de -4% para os 7,7% tendo se verificado a mesma tendência nas indústrias transformadoras e no total das empresas, (BdP, 2018).

### **3.5.2. CAE 16 - Indústria da madeira e da cortiça**

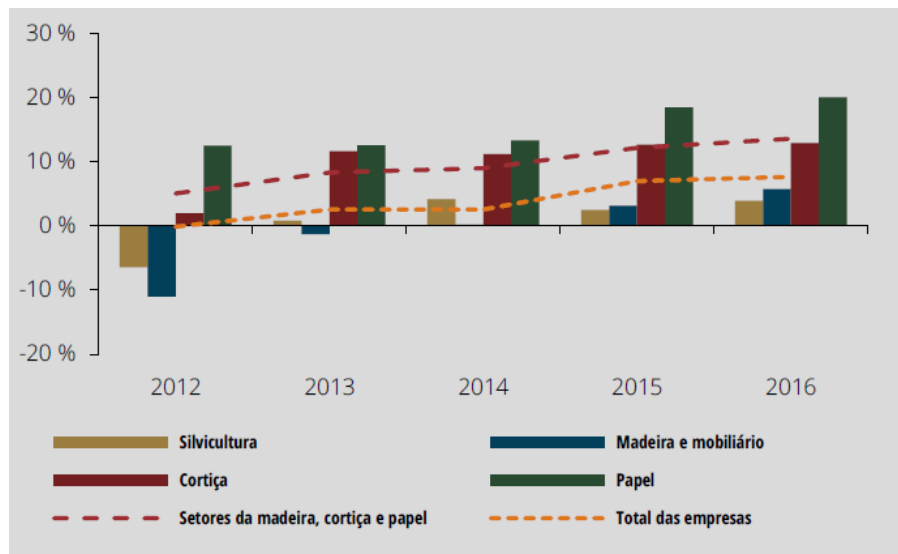
Em 2016, o BdP publicou um estudo sobre a “Análise das empresas dos setores da madeira, da cortiça e do papel” que faz referência ao período entre 2010 e 2014, sendo o principal foco o último ano. Em paralelo também publicou uma nota de informação estatística para o mesmo período. Com base nestes estudos retirámos e resumimos os principais dados relacionados com os setores da madeira, da cortiça e do papel. Os valores que apresentamos a seguir são com base nos valores médios do setor.

Entre 2010 e 2016, verificou-se que o volume de negócios obteve um crescimento nos setores da madeira, da cortiça e do papel. Em 2014 o volume de negócios registou um crescimento de 5% face ao ano anterior que segundo o BdP (2016) as PME's todas as classes e segmentos de atividade contribuíram positivamente para este crescimento, contudo as que mais contribuíram foram as PME's e as empresas do CAE 16 com um crescimento de 8%. Em 2016, o aumento verificado no VN foi de 0,6%, sendo o ano em que a percentagem de crescimento verificada no período em análise foi menor. Como o BdP (2018) explica todos os setores contribuíram positivamente para este aumento à exceção do setor do papel que contribuiu negativamente. Apesar do crescimento positivo, nas SNF registou-se um crescimento ligeiramente superior do total de volume negócios correspondendo a um total de 2%.

O EBITDA dos setores da cortiça e do papel não registou grandes oscilações entre 2012 e 2016 como o BdP (2018) demonstra, contudo, os setores da madeira e mobiliário obtiveram um crescimento no seu valor médio.

Em seguida, apresentamos a figura 3.4 que foi apresentada pelo Banco de Portugal para demonstrar a evolução da RCP entre 2012 e 2016 dos setores da madeira, cortiça e papel:

Figura 3.4 – Evolução RCP: Setores da Madeira, Cortiça e Papel

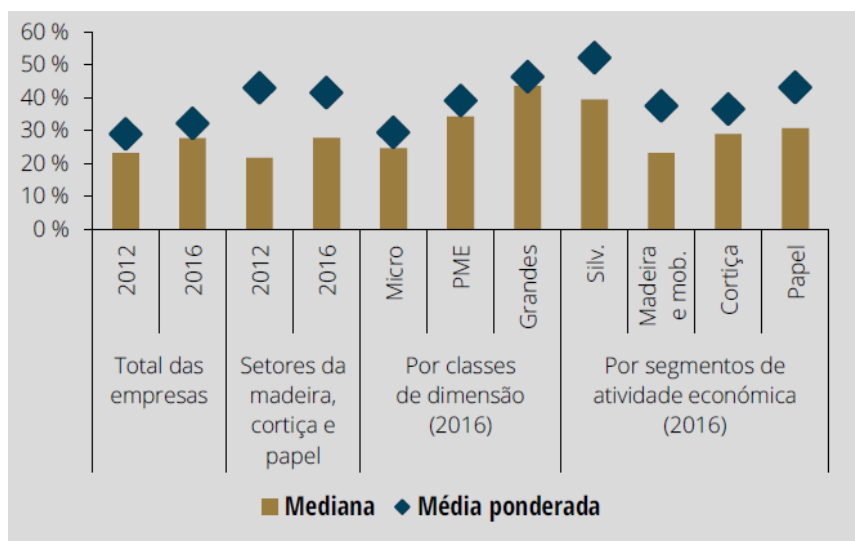


Fonte: Banco de Portugal (2018)

Pelo demonstrado na figura 3.4, publicada no estudo de 2018 pelo Banco de Portugal, a Rendibilidade dos Capitais Próprios apresentava valores negativos no ano de 2012 sendo que até 2016 teve uma evolução positiva, tendo em média um valor de RCP no último ano de 14%. Verificou-se que em 2014 as empresas dos setores referido obtiveram um crescimento da rendibilidade dos capitais próprios de cerca de 4%. Esta tendência já vinha a verificar-se desde 2012, demonstrando que apesar das medidas de austeridade os resultados das empresas destes setores, conseguiram ir ultrapassando os momentos mais adversos que se fizeram sentir naquele período de tempo. Um dos segmentos que mais contribuiu para que em 2014 se verificasse o crescimento da RCP foi o setor da cortiça tendo registado um valor de 10% neste indicador. Por outro lado, verificou-se que nestes anos em análise o setor da madeira e mobiliário registou rendibilidades negativa, tendo pela primeira vez registado valores positivos (em 2014) embora que não fossem considerados substanciais. Comparando estes valores com percurso médio das SNF, o BdP (2016) afirma que "[n]o período de 2010-2014 apenas em 2010 a Rendibilidade do Capital Próprio foi inferior ao desempenho médio das empresas em Portugal ". Em 2016 a RCP dos setores da madeira, da cortiça e do papel correspondia a uma média de 14% enquanto que nas SNF o valor percentual era de cerca de 8%.

Em seguida, na figura 3.5 podemos observar a evolução média e ponderada da Autonomia Financeira dos setores da madeira, cortiça e papel apresentado pelo BdP:

Figura 3.5 – Evolução AF: Setores da Madeira, Cortiça e Papel



Fonte: Banco de Portugal (2018)

Quanto à estrutura financeira, de modo geral o setor apresentou um rácio de Autonomia Financeira de 40% em 2014, porém a evolução deste indicador não foi positiva tendo obtido um decréscimo de 2% desde 2010. Entre 2012 e 2016 verificou-se um ligeiro decréscimo de 1% sendo 42% valor da AF em 2016 que como o BdP (2018) indica foi um valor superior à média registada pelas SNF (32%). De modo geral, é visível na figura 3.5 que tanto as empresas dos setores como as SNF obtiveram uma variação positiva entre 2012 e 2016 o que revela uma melhoria geral das condições das empresas.

Segundo o estudo, 25% das empresas das SNF dependiam exclusivamente do capital alheio que, pois, apresentavam um valor negativo de capitais próprios. Quanto ao setor da madeira e mobiliário verificou-se que em 2010 apresentava 24,9% de empresas com capital próprio negativo enquanto o da cortiça tinha um valor ligeiramente mais baixo com 20,6%. Até 2014 a tendência foi de aumentar sendo que este aumento foi maior no setor da madeira e mobiliário do que no da cortiça, tendo o primeiro atingido o valor de 29% no ano de 2014 e o segundo 20,6%.

Em 2014, o peso dos empréstimos bancários a par da dívida representava a maior parcela da dívida remunerada, sendo que nos setores da madeira e da cortiça 35% do seu passivo correspondiam a empréstimos bancários. Nos anos seguintes, verificou-se um ligeiro aumento do passivo dos setores da madeira, cortiça e papel cuja variação foi essencialmente devido a contributos positivos dos títulos da dívida e dos créditos comerciais, compensados

pelo contributo negativo dos empréstimos bancários, tal como explica o BdP (2018). Em 2016, apesar da dívida remunerada representar cerca de 56% destes setores estes eram inferiores em 1% ao total das SNF.

A pressão financeira ao longo do período de 2012-2016 teve uma tendência decrescente reflexo da redução dos juros suportados e aumento do EBITDA. Nos setores da madeira, cortiça e do papel os juros suportados diminuíram em média 29%, sendo uma diminuição bastante superior à registada pelas SNF que obtiveram uma percentagem de 9%. Apesar de neste último ano se ter verificado esta diminuição da pressão financeira, como o BdP (2016) indica, no ano de 2014 este rácio aumentou principalmente devido ao setor do papel.

### 3.5.3. Sociedades não financeiras

Ao longo dos anos, o BdP tem vindo a fazer várias análises sobre as sociedades não financeiras em Portugal explicando sempre a sua evolução com base em valores médios.

Abordando o tema da atividade das empresas, verificou-se que em 2012 o volume de negócios médio das empresas sofreu uma contração generalizada refletindo-se numa diminuição de cerca de 9%, como se pode verificar na figura 3.6:

Figura 3.6 – Taxa de crescimento VN 2012 por setores de atividade económica

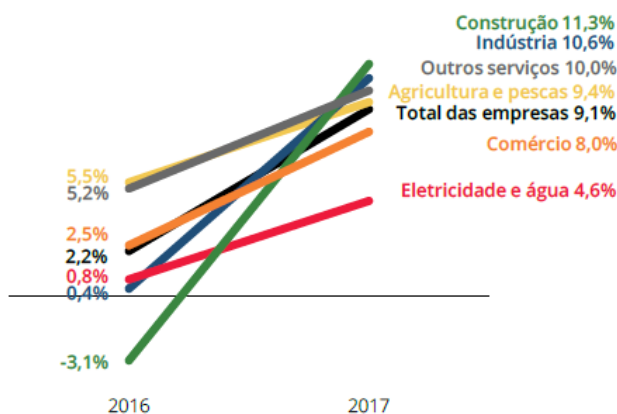
| Dimensão de análise                             | Ano  | Total | Por setores de atividade económica |           |                     |            |          |                 |
|---|------|-------|------------------------------------|-----------|---------------------|------------|----------|-----------------|
|   |      |       | Agricultura e Pescas               | Indústria | Eletricidade e Água | Construção | Comércio | Outros Serviços |
| Taxa de crescimento anual do volume de negócios | 2011 | -2,1% | 4,6%                               | 6,5%      | 7,3%                | -16,8%     | -3,4%    | -4,6%           |
|   | 2012 | -9,4% | 8,4%                               | -3,1%     | 1,2%                | -26,0%     | -11,3%   | -10,3%          |

Fonte: Banco de Portugal (2013)

Como podemos observar na figura 3.6, segundo o BdP esta contração foi generalizada em todos os setores de atividade, com exceção da agricultura e pescas (com um aumento de 8,4%) e eletricidade e água (aumento de 1,2%), embora estes aumentos tenham sido inferiores ao registado no ano anterior. Verificamos também que o setor da construção foi o que obteve a maior queda. Segundo o BdP (2013), no setor dos outros serviços as maiores quebras verificaram-se nas atividades de consultoria, científicas, técnicas e similares, atividades artísticas de espetáculos, desportivas e recreativas e atividades imobiliárias.

Relativamente ao crescimento anual do volume de negócios no ano de 2017, este teve a evolução oposta à verificada em 2012 com um aumento generalizado do VN de 9% face a 2016. Na figura 3.7 podemos observar essa evolução positiva por setores de atividade:

Figura 3.7 – Taxa de crescimento VN 2017 por setores de atividade económica



Fonte: Banco de Portugal (2018)

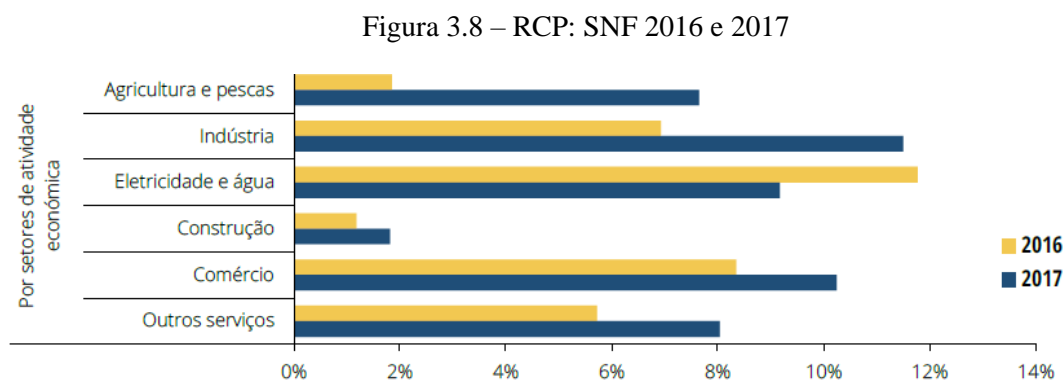
Na figura 3.7 podemos observar que no ano de 2017, a evolução foi positiva em todos os setores de atividade económica tendo o setor da construção e da indústria obtido o maior crescimento (11,3% e 10,6% respetivamente) e o setor da eletricidade e água o menor crescimento (4,6%). Segundo o BdP (2018) o VN das SNF em 2017 registou um valor de 33%.

Ainda dentro da atividade das empresas, o EBITDA no ano de 2012 verificou uma grande quebra no crescimento (25%) tendência que já tinha sido verificada no ano anterior e que se acentuou no ano seguinte. Apesar deste decréscimo, tal como refere o BdP (2013) verificou-se mais uma vez neste ano, os setores da agricultura e pescas, e da eletricidade e água registaram a tendência contrária, com um aumento na percentagem do EBITDA. Em 2017, a tendência do EBITDA já se tinha invertido, com um aumento de 15% (BdP, 2018).

A rentabilidade dos capitais próprios das SNF era positiva desde 2008, mas em 2012 foi o primeiro ano que em que este indicador obteve valores negativos nestas empresas. Segundo o BdP (2013), apenas as grandes empresas e os setores da agricultura e pescas, e eletricidade e água, obtiveram RCP positivas. A tendência inverteu-se e em 2017 a RCP foi positiva em todas as classes e dimensões de empresas. A indústria registou pela primeira vez desde 2010

a rentabilidade mais elevada (11%) superando o comércio (10%) e eletricidade e água (9%), (BdP, 2018).

Na figura 3.8 podemos observar a evolução da Rentabilidade dos Capitais Próprios entre 2016 e 2017:



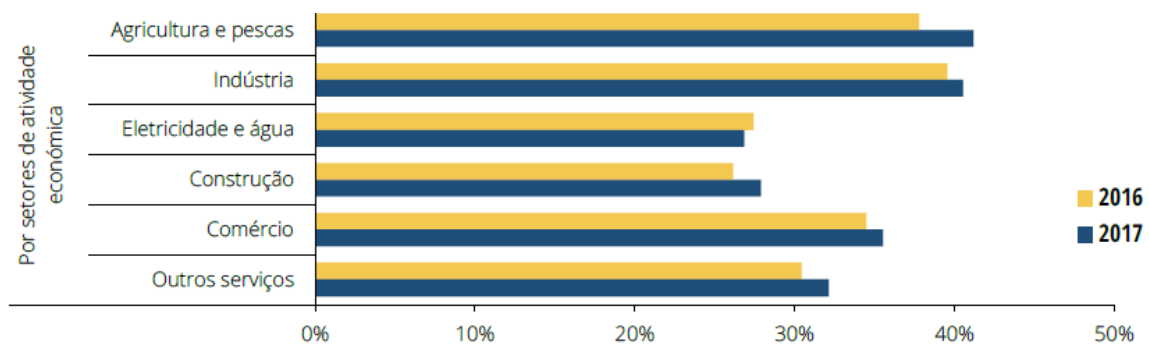
Fonte: Banco de Portugal (2018)

Como é visível na figura 3.8 a evolução da RCP nos setores de atividade económica de 2016 para 2017 foi, francamente, positiva em todos os setores de atividade, à exceção do setor da eletricidade e água que sofreu um ligeiro decréscimo (3%). Em 2017, o setor que obteve uma maior rentabilidade dos capitais próprios foi o da indústria (12%) e o que obteve menor valor foi o da construção (2%). Podemos ainda observar que o setor que obteve um maior crescimento foi o da agricultura e pescas.

No período de 2010 a 2014 verificou-se um ligeiro decréscimo da Autonomia Financeira da totalidade das SNF em cerca de 1%. A estrutura de capital das SNF em 2014 demonstrava uma grande dependência de capitais alheios com cerca de 70% a AF era de 30%, (BdP, 2015). Contrariamente, no setor da indústria verificou-se uma evolução positiva neste mesmo período, tendo aumentado de cerca de 34% para aproximadamente 38%. Em 2012, apesar da tendência a AF era de 30% sendo que o setor da construção foi o que apresentou um menor valor de AF (20%), tal como refere a BdP (2013).

Na figura 3.9 podemos observar a evolução por setores de atividade da Autonomia Financeira nos anos 2016 e 2017:

Figura 3.9 – AF: SNF 2016 e 2017



Fonte: Banco de Portugal (2018)

Segundo o BdP (2018) em 2017, comparativamente a 2012 verificou-se um ligeiro aumento da AF (3%) que se deveu sobretudo a variações positivas dos capitais próprios, sendo este aumento superior ao do ativo. Como podemos observar na figura 3.9 os setores que apresentavam uma maior AF era o da agricultura e pescas e os menores da eletricidade e água a par do da construção. Este último, apesar de manter a posição que tinha em 2012, verificou-se um ligeiro crescimento de cerca de 8%.

Por fim, apresentamos a figura 3.10 que demonstra os gastos de financiamento das SNF:

Figura 3.10 – Gastos de financiamento SNF: 2016 e 2017

| Por setores de atividade económica |        | Taxa de crescimento anual dos gastos de financiamento |       | Pressão financeira (Gastos de financiamento/EBITDA) |       |
|------------------------------------|--------|---|-------|---|-------|
|                                    |        | 2016  | 2017  | 2016  | 2017  |
|                                    |        | Agricultura e pescas                                  | -9,2% | -4,1%   | 16,6% |
| Indústria                          | -17,3% | -7,1%   | 12,1% | 8,8%  |       |
| Eletricidade e água                | -2,3%  | -2,4%   | 26,9% | 28,6%   |       |
| Construção                         | -20,5% | -16,8%  | 49,5% | 40,9%   |       |
| Comércio                           | -17,2% | -5,3%   | 12,4% | 10,0%   |       |
| Outros serviços                    | -8,7%  | -5,0%   | 20,9% | 17,0%   |       |

Fonte: Banco de Portugal (2018)

Na figura 3.10 podemos observar que entre 2016 e 2017 a taxa de crescimento anual dos gastos de financiamento diminuiu em média 14% sendo que o setor com uma maior taxa de crescimento em ambos os anos foi o da construção, tal como refere o BdP (2018). Em termos de pressão financeira, o setor da construção é o que apresenta maiores valores e a eletricidade

e a água foram os únicos setores que registaram um aumento “em consequência de uma redução do EBITDA maior do que a redução dos gastos de financiamento “, BdP (2018).

### 3.6. Descrição da amostra

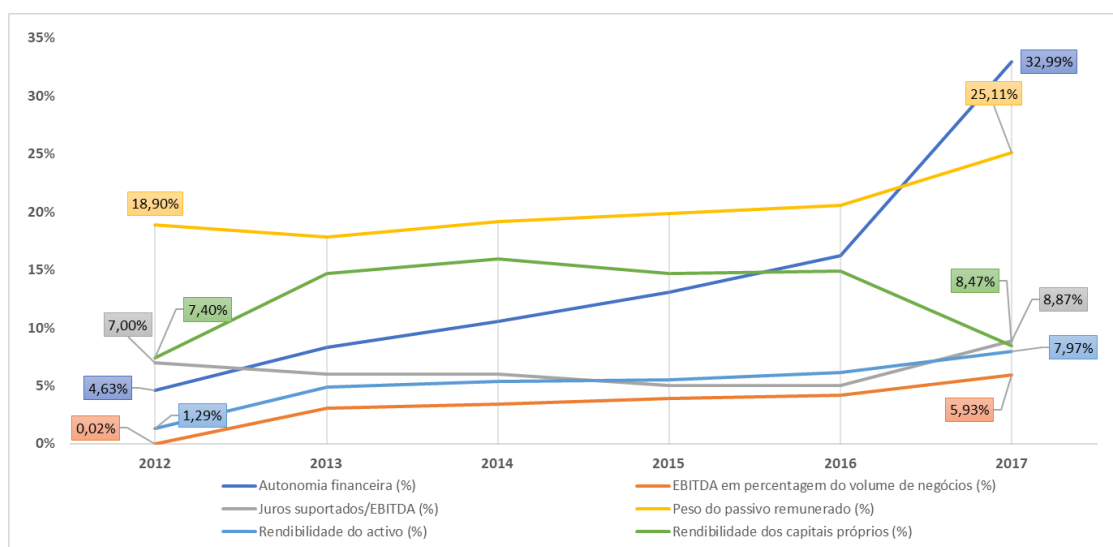
Para alcançarmos os objetivos a que nos propusemos, recolhemos informação financeira relativa ao setor da madeira e da cortiça e do setor do vestuário. De modo a obtermos os dados que necessitamos, utilizamos como meio a base de dados do Banco de Portugal e valores médios aparados.

Na base de dados do BdP conseguimos extrair séries de longa duração por setor de atividade, dimensão das empresas, por período e de forma agregada. Nestas séries, para além das demonstrações financeiras agregadas, o BdP disponibiliza rácios financeiros já referidos que para o nosso estudo são o ponto de partida.

### 3.7. Análise dos setores

Como referido no ponto anterior, a informação foi extraída da base de dados do BdP. Vamos iniciar a nossa análise pelo CAE 14 do setor da indústria do vestuário através da apresentação de uma figura com informação relativa a alguns indicadores de modo a respondermos às questões propostas. Decidimos utilizar valores relativos a médias aparadas dos setores que como a própria base de dados explica é a média calculada a partir dos rácios individuais das empresas do agregado excluindo os valores extremos da distribuição porque achamos que os valores extremos iriam destorcer a realidade do setor.

Figura 3.11 – CAE 14: Indústria do Vestuário



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

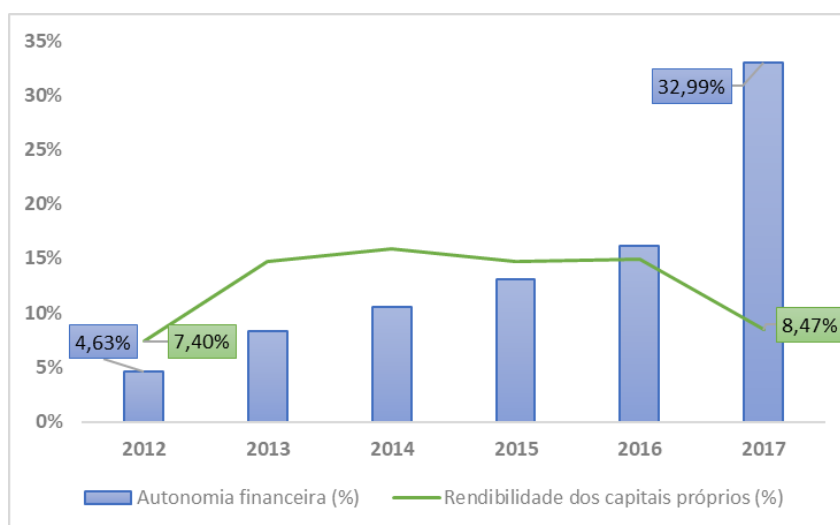
A partir da figura 3.11, podemos verificar que o rácio da Autonomia Financeira teve, em geral, valores considerados baixos, sendo que no primeiro ano em análise o seu valor era de 4,63%. Contudo, teve uma evolução bastante positiva tendo atingido os 32,99% em 2017. O fato do CAE 14 ter valores de Autonomia Financeira considerados baixos (nomeadamente face às empresas não financeiras) transmite falta de capacidade das empresas se financiarem através dos capitais próprios pelo que podemos considerar que em média, este setor, apresenta dificuldades em obter financiamento por via de capital próprio

O peso do Passivo Remunerado foi crescente ao longo do período em análise tendo iniciado nos 18,90% e atingido os 25,11% em 2017. O aumento deste indicador significa que se verificou um crescimento dos financiamentos obtidos e por isso o valor do passivo não corrente contribuiu para o aumento do Passivo total. Em 2016 o passivo não corrente nas empresas do setor da indústria do vestuário, atingiu quase um quarto do valor total de Passivo das médias aparada do setor em análise. Apesar se verificar um aumento do financiamento obtido, quando analisamos a percentagem dos juros suportados pelos financiamentos em comparação ao EBITDA, verificamos que no período em análise, as variações foram muito baixas sendo que a sua evolução teve uma tendência negativa na medida em que se verificaram algumas diminuições. Contudo, o último ano em análise registou um valor superior em quase 2% comparativamente a 2012.

O rácio da Rendibilidade dos Capitais Próprios não obteve valores muito elevados, reforçando a ideia de que em média as empresas deste setor têm uma grande dependência de capitais alheios. Em 2012 a RCP foi de 7,40% e apesar de apresentar percentagens consideradas baixas, este indicador demonstrou ter uma evolução bastante positiva até 2016, atingindo cerca dos 15%. Em 2017, a tendência inverteu-se e verificou-se uma grande quebra no seu valor, baixando até aos 8,47%.

Para analisarmos a evolução da RCP juntamente com a AF, elaboramos a seguinte figura 3.12:

Figura 3.12 – CAE 14: Autonomia Financeira vs Rendibilidade dos Capitais próprios



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

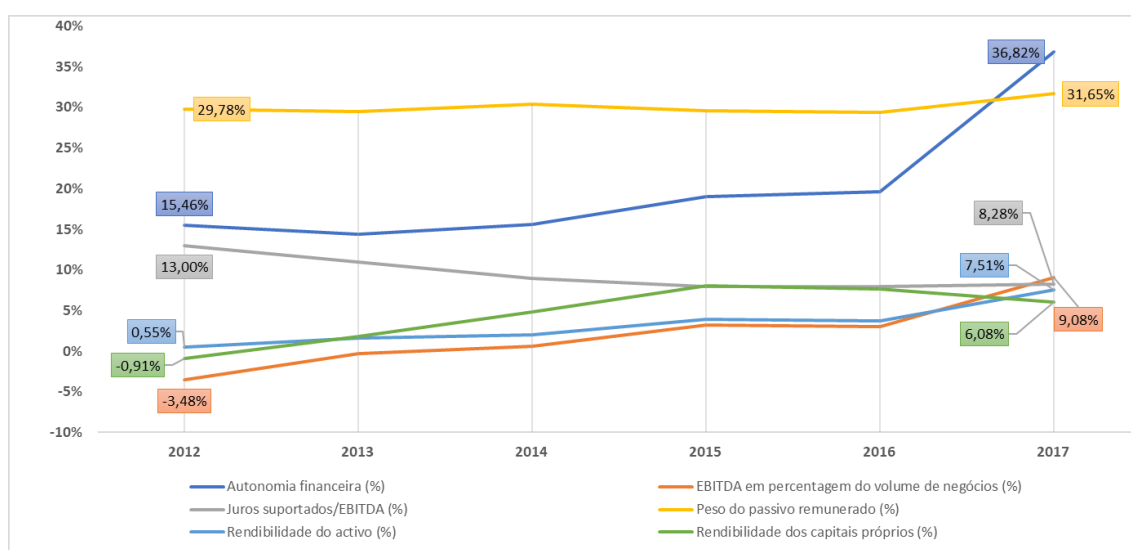
É de esperar que o rácio da RCP acompanhe a evolução do rácio de AF. Como podemos observar na figura 3.12 estes dois indicadores tiveram uma evolução similar e positiva, com exceção do último ano cuja Autonomia Financeira cresceu em cerca de 20% e a RCP decresceu cerca de 7%.

Quanto à Rendibilidade do Ativo do setor do vestuário, apresenta valores inferiores a 10% em todo o período em análise. Obteve uma evolução positiva e estável sendo que de 2012 para 2017 este indicador passou de um valor de 1,29% para 7,51%, demonstrando que durante este período houve uma melhoria da eficiência e eficácia da gestão dos ativos destas empresas.

Quanto ao último rácio que falta analisar constante na figura 3.11, verificamos que o EBITDA em percentagem do volume de negócios no primeiro em análise foi quase nulo. Quando este indicador é nulo, a capacidade operacional das empresas em gerarem lucros é inexistente, ou seja, o valor do volume de negócios iguala ao valor do resultado operacional da empresa, não havendo lugar a lucros, o que significa que em 2012 muitas empresas não obtiveram quase lucros. Nos anos seguintes, mais uma vez, a tendência foi crescente, tendo atingindo a percentagem de 5,93% em 2017, mostrando ser ainda um valor baixo para o considerado rentável.

Após esta análise histórica do CAE 14, em seguida apresentaremos a análise para o CAE 16. Na figura 3.13, apresentamos um quadro resumo com a informação dos indicadores em análise com as médias aparadas dos setores.

Figura 3.13 – CAE 16: Indústria da Madeira e Cortiça



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

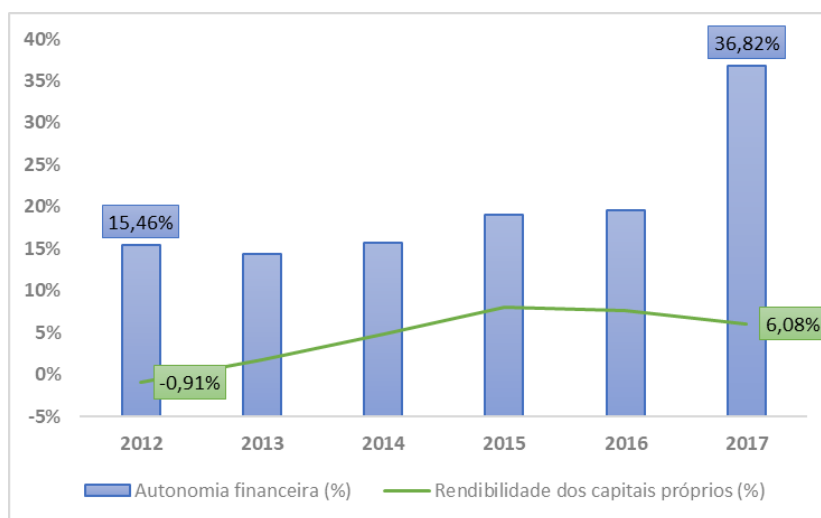
Começando por analisar a Autonomia Financeira do setor da indústria da Madeira e Cortiça, numa primeira visão conseguimos perceber que para o período em análise, a percentagem no fim do período foi bastante superior à percentagem do primeiro ano. Até 2016 a evolução da AF foi quase constante com uma oscilação mínima no segundo ano, porém entre 2016 e 2017 verificou-se o maior crescimento deste indicador tendo atingido os 36,82%.

O peso do passivo remunerado manteve-se quase inalterado de 2012 para 2017 tendo registado um valor de 29,78% no primeiro ano e de 31,65% no último. Neste setor verifica-se que cerca de 30% do passivo das empresas é em média financiado por empréstimos obtidos. Contrariamente ao verificado com o peso passivo remunerado, no rácio dos juros suportados sobre o EBITDA, concluímos que ao longo dos seis anos de análise a tendência foi decrescente tendo registado uma percentagem de 13% no primeiro ano decrescendo até aos 8,28% em 2017.

Através da figura 3.13, verificamos que o rácio da Rendibilidade dos Capitais Próprios teve um cenário negativo. Iniciou o período em análise com uma percentagem negativa (-0,91%) demonstrando que o Resultado Líquido do Exercício das empresas apresentou um valor negativo, ou seja, em média as empresas apresentaram prejuízos. Apesar deste início, até 2015 a tendência foi crescente (embora com valores perto do 0%) tendo atingido uma RCP perto dos 8%. Esta tendência inverteu-se e baixou até aos 6,08% no último ano em análise.

De seguida, apresentamos a figura 3.14 com a comparação da evolução do rácio da Autonomia Financeira com o da Rendibilidade dos Capitais Próprios:

Figura 3.14 – CAE 16: Autonomia Financeira vs Rendibilidade dos Capitais próprios



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

Como podemos verificar através da figura 3.14 à semelhança da tendência de evolução da AF (excetuando o ano de 2013 que obteve um ligeiro decréscimo), a RCP acompanhou a tendência crescente dos valores, com exceção do último ano cujo valor da AF cresceu acentuadamente e a RCP diminuiu ligeiramente.

A Rendibilidade do Ativo do CAE 16 no primeiro ano foi positivo, mas muito próximo de zero (0,55%), contudo a sua evolução demonstrou ser positiva na medida em que, ao longo dos períodos e análise, manteve-se constantemente em crescimento, atingindo os 7,51% no ano de 2017.

A margem EBITDA é visto como um indicador com uma abordagem mais próxima de *cash flow* por cada unidade monetária que vende, sem considerar os impostos e juros e gastos não desembolsáveis. Ao verificarmos que no primeiro e segundo ano o rácio da margem EBITDA em função do volume de negócios apresenta valores negativos, podemos deduzir que juntamente com os outros indicadores já analisados que a Rendibilidade Operacional das empresas não foi positiva. A partir de 2014 (inclusive) os valores deste rácio foram positivos, embora se verifiquem valores muito perto de zero, com um máximo registado do último ano em análise de 9,08%.

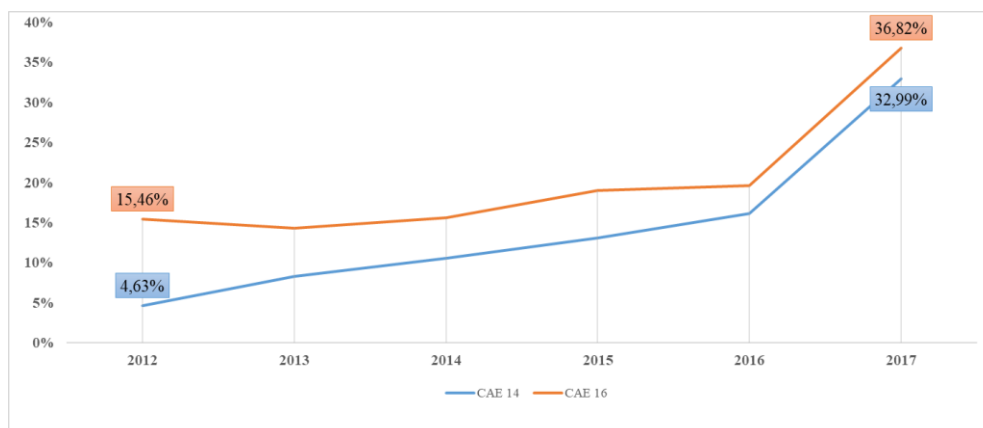
## 4. Considerações finais

### 4.1. Respostas às questões de investigação

**Q1** – A evolução do indicador de Autonomia Financeira para a CAE 14 – indústria do vestuário, consistiu num período bastante positivo tendo apresentado um rácio de 4,63% no primeiro ano e de 16,20% no segundo. O ano de 2012 foi o primeiro que se fez sentir as medidas impostas pela Troika pelo que justifica que do período analisado, este seja o que tenha obtido um valor percentual inferior aos outros no rácio de Autonomia Financeira, na medida em que os capitais próprios sejam mais influenciados pelas medidas implementadas e o recurso aos capitais alheios tenha aumentado substancialmente representando um maior valor face ao total do ativo. Como referimos no ponto da análise, os anos seguintes foram sempre crescentes demonstrando que ao longo destes anos diminuiu a dependência das empresas pelo capital alheio. Quanto a CAE 16 – indústria do setor da madeira e cortiça, no período e análise teve um crescimento quase constante, com exceção do segundo ano que em comparação ao primeiro sofreu um ligeiro decréscimo. Esta CAE em 2012 apresentava um rácio de Autonomia Financeira de 15,46% e em 2017 o rácio cresceu até aos 36,82%. De um modo geral, podemos considerar que a evolução da AF deste CAE foi positiva pois aumentou a capacidade do Ativo se financiar por capitais próprios.

De modo, a compararmos os dois setores elaboramos a seguinte figura 4.1:

Figura 4.1 – Autonomia Financeira CAE 14 e CAE 16



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

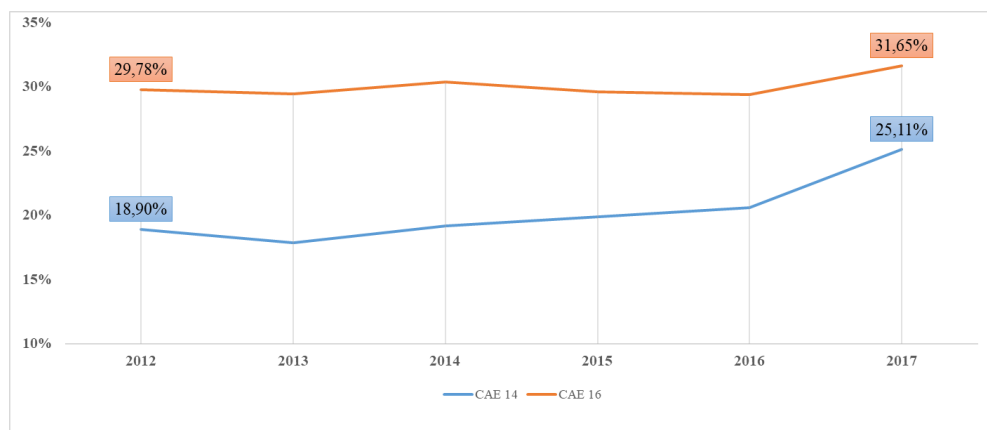
Através da figura 4.1, podemos verificar que a evolução dos dois CAE foi muito parecida dado que nos seis anos em análise o indicador demonstrou um crescimento constante, Apesar da evolução de ambos ser considerada positiva é importante fazer menção aos valores que os dois setores apresentam. Em modo de conclusão entre os dois setores, é notável que o setor da indústria do vestuário apresenta valores inferiores ao setor da madeira e da cortiça, demonstrando uma maior dependência do financiamento externo comparativamente ao outro setor em estudo.

Comparando a evolução destes setores com as SNF no período em análise e com base no que já referimos no ponto 3.5.3, podemos dizer que estas não tiveram a mesma evolução que estes dois setores. Até 2014 verificou-se um ligeiro decréscimo da AF das SNF (embora tivessem registados valores bastantes superiores) com exceção do setor da indústria que cresceu ligeiramente. Contudo, no total do período analisado, também se verificou um aumento em 2017 face a 2016 (3%) sendo que não foi tão significativo como nos CAE 14 e 16.

**Q2** – Relativamente ao peso do passivo remunerado da CAE 14, observámos que durante os cinco anos em análise houve um aumento deste rácio demonstrando que em média as empresas apresentam um grande número de financiamentos obtidos. Neste sentido, podemos afirmar que o endividamento das empresas neste período foi crescente refletindo-se na necessidade e dependência pelo passivo não corrente. A CAE 16 apresentou um rácio de Passivo remunerado bastante constante tendo no início do período em análise um valor de 29,78% e no último ano um valor de 31,65%.

De modo, a compararmos os dois setores elaboramos a seguinte figura 4.2:

Figura 4.2 – Peso Passivo Remunerado: CAE 14 e CAE 16



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

Comparando os dois setores, verificamos que o setor da indústria da madeira e da cortiça apresenta valores mais elevados do que o da indústria do vestuário. Tanto o CAE 14 e 16, apresentaram o maior valor de peso do Passivo Remunerado no último ano da análise com 25,11% e 31,65%, respetivamente. A sua evolução foi distinta na medida em que no setor do vestuário assistiu-se a um crescimento do valor dos financiamentos obtidos enquanto no setor da madeira e da cortiça, apesar dos valores serem superiores a tendência foi de se manter, não sofrendo grandes mudanças de 2012 para 2016. Por estes valores, podemos deduzir que as empresas do setor da madeira e da cortiça não sofreram grandes impactos com as medidas de austeridade. Por outro lado, apesar de este setor apresentar uma evolução constante, este apresenta valores superiores aos do setor do vestuário. Através da figura 4.2, podemos concluir que o CAE14 tem uma dependência de financiamento remunerado inferior ao CAE 16.

Em geral, no último ano da análise verificou-se que a taxa de crescimento dos gastos de financiamento das sociedades não financeiras foi negativa e que uma das principais fontes de financiamento alheio foi a dívida remunerada. Neste sentido, podemos observar que as empresas destes CAE em estudo, estão dentro da média dos setores, demonstrando uma forte dependência das fontes de financiamento alheias.

**Q3** – Para o estudo da rentabilidade, consideramos três indicadores: Margem EBITDA, Rentabilidade Operacional do Ativo e Rentabilidade dos Capitais Próprios.

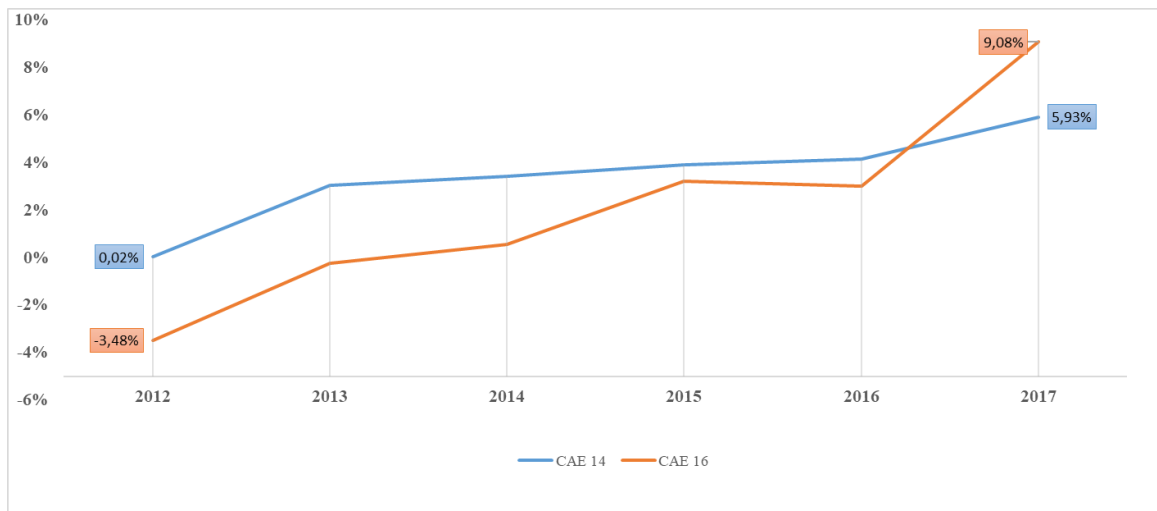
No CAE 14, verificámos uma evolução positiva da Margem EBITDA tendo ocorrido um crescimento de cerca 5,91% no período em análise. O primeiro ano obteve um valor quase nulo, o que significa que em 2012 a capacidade operacional das empresas em geral lucros era quase inexistente pois o VN era quase igual aos gastos operacionais da empresa. Podemos reforçar esta última afirmação, pelos valores registados pelo ROA que no primeiro ano registaram o valor de 1,29%. A tendência foi semelhante ao da Margem EBITDA na medida em que até 2017 a tendência foi crescente registando um crescimento de cerca de 6,68%. É de se esperar que nas empresas o valor do EBITDA seja superior ao do ROA, situação que como verificamos neste caso, não ocorreu. O fato de se verificar um ROA superior ao EBITDA só se justifica pela utilização de operações extraordinárias.

Por fim, quanto à Rendibilidade dos Capitais Próprios, verificou-se que este indicador sofreu algumas oscilações. Entre o primeiro e o segundo ano foi quando se verificou o maior crescimento que tendeu a estabilizar até ao quinto ano, e no último sofreu uma grande quebra. Apesar desta variação de 2012 para 2017 o valor aumentou cerca e 1%, demonstrando que as empresas deste setor têm dificuldades na eficiência e capacidade de gestão dos investimentos dos detentores do capital da empresa em termos de produção de resultados financeiros. Esta informação, vem completar e refletir o que foi referido anteriormente na questão 2 (Q2) em que a dependência dos capitais alheios do CAE 14 aumentou no período analisado.

Quanto ao CAE 16, no primeiro e segundo ano apresentou valores negativos em termos de Margem EBITDA. A sua tendência foi sempre positiva, tendo obtido um crescimento total de 12,56% demonstrando uma melhoria no EBITDA das empresas. Essa melhoria é, paralelamente, visível através do ROA deste CAE pois entre 2012 e 2017 passou de 0,55% para 7,51%. Na RCP, o CAE 16 variou positivamente de 2012 para 2017, contudo com ligeiras oscilações pelo meio. No primeiro ano o seu valor foi negativo embora tenha registado um valor quase constante relativamente ao peso do passivo remunerado.

Em seguida apresentamos a figura 4.3 que mostra a comparação da Margem EBITDA entre os dois CAE de atividade:

Figura 4.3 – Margem EBITDA: CAE 14 e CAE 16

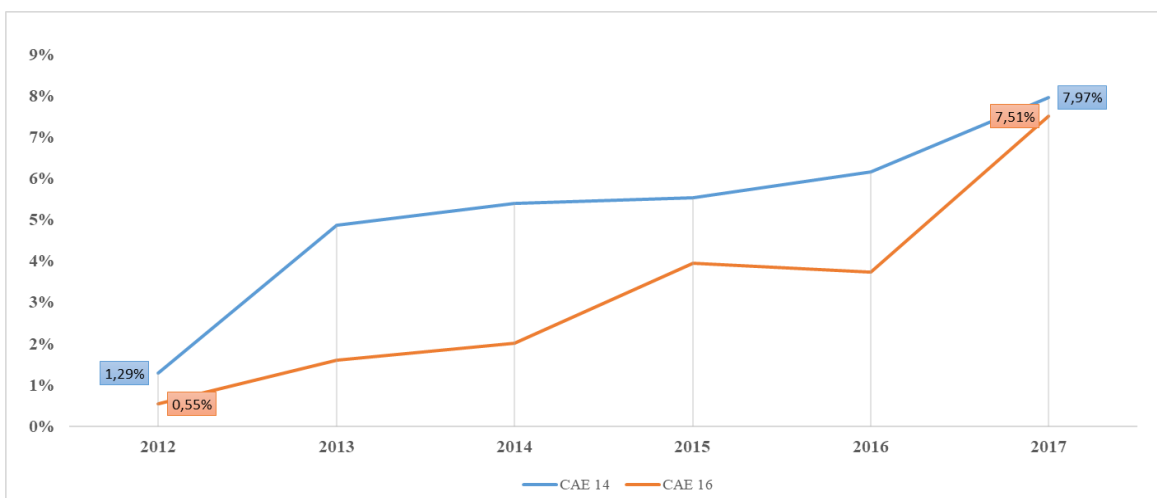


Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

Entre 2012 e 2017 ambos os setores tiveram uma evolução positiva demonstrando que houve uma melhoria no EBITDA das empresas dos dois setores. Como se pode verificar na figura 4.3, apesar do CAE 16 ter iniciado o período em análise com uma Margem EBITDA negativa (-3,48%) e inferior à do CAE 14 (0,02%), foi o CAE que registou um maior crescimento, tendo mesmo ultrapassado o CAE 14 em 2017 com uma Margem EBITDA superior em cerca de 3%. Podemos deduzir através desta comparação que as empresas do CAE 16.

Em seguida apresentamos a figura 4.4 que mostra a comparação da Rendibilidade Operacional dos Ativos entre os dois CAE de atividade:

Figura 4.4 – ROA: CAE 14 e CAE 16

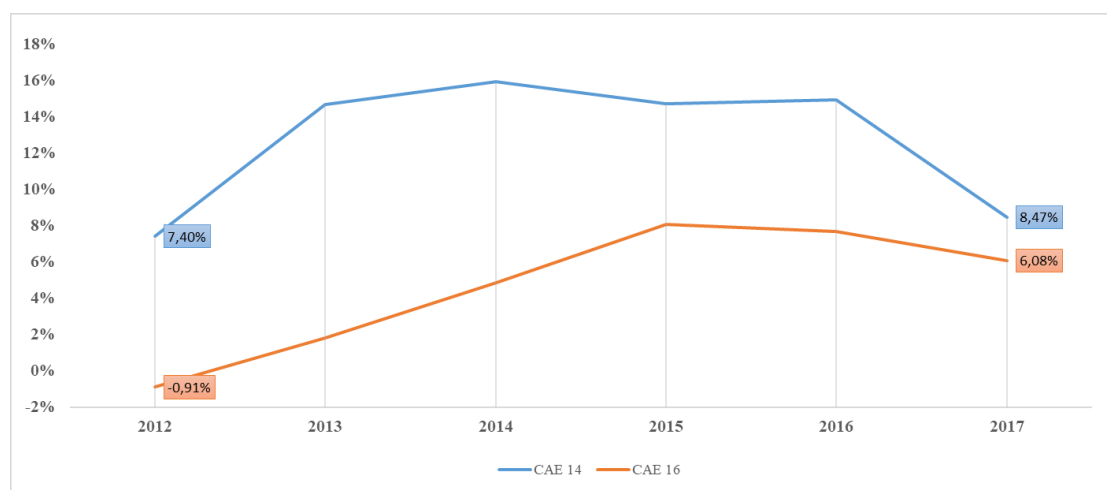


Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

Mais uma vez, o CAE 16 iniciou o período de análise com um valor inferior ao do CAE 14. Neste caso, analisamos a Rendibilidade Operacional dos Ativos que como podemos observar na figura 4.4 não foi totalmente linear em ambos os CAE. Enquanto o CAE 14 teve um constante crescimento até 2017, o CAE 16 até 2015 cresceu, mas em 2016 decresceu ligeiramente, tendo recuperado e atingido o valor mais alto do período em análise em 2017. Neste sentido, verifica-se que as empresas do CAE 14 têm uma melhor capacidade de gerarem lucros através dos seus ativos.

Em seguida apresentamos a figura 4.5 que mostra a comparação da Rendibilidade dos Capitais Próprios entre os dois CAE de atividade:

Figura 4.5 – RCP: CAE 14 e CAE 16



Fonte: Adaptado de Banco de Portugal

Por fim, comparamos a Rendibilidade dos Capitais Próprios na figura 4.5, onde é visível que o CAE 14 obteve sempre um RCP superior ao do CAE 16. Por um lado, a RCP do CAE 14 não se alterou muito de 2012 para 2017 (7,40% e 8,47%, respetivamente), mas o CAE 16 obteve um crescimento mais considerável entre os dois anos (-0,91% e 6,08%, respetivamente). De modo geral, podemos afirmar que as empresas do CAE 14 são mais rentáveis em termos de capitais próprios e com melhores resultados, confirmando as conclusões da análise do ROA.

As SNF obtiveram um crescimento generalizado tanto do volume de negócios como do EBITDA o que significa que o CAE 14 e 16 não se têm distanciado da média dos outros setores. Por sua vez, este crescimento generalizado do EBITDA, levou a crescimento da Rendibilidade dos Capitais Próprios em todos os anos. Contudo, nos dois setores analisados

no último ano verificou-se uma quebra da RCP que não se verificou na globalidade das empresas.

## **4.2. Conclusão**

O tema sobre a estrutura de capital das empresas é dos mais abordados e investigados na área de finanças empresariais. É um campo das finanças empresariais bastante complexo, com muitas variáveis e onde existem muitas conclusões por se obter, como é o caso da estrutura de capital ótima das empresas.

A rendibilidade das empresas tem várias formas de ser analisada. Na nossa análise, identificamos um conjunto de indicadores económico-financeiros para que nos auxiliassem no estudo dos setores selecionados. De um modo geral, as empresas tendem a ter níveis de endividamento mais baixos quanto maior forem os seus lucros. O contrário acontece quando apresentam uma maior carteira de ativos tangíveis que servem como uma garantia, quando são maiores e quanto maior for o risco económico.

Devido à crise financeira que se fazia sentir no início de 2012, antes de iniciarmos o nosso estudo, esperávamos que em especial nos primeiros anos, os rácios tivessem sido afetados por esta dificuldade que Portugal atravessava. A nível do financiamento e dependência externa foi visível que nos primeiros anos foi quando se verificou os níveis mais baixos de Autonomia Financeira em ambos os setores, com uma tendência positiva de crescimento. O mesmo se verificou nos outros indicadores em que, verificou-se menores níveis de rendibilidades. Na globalidade das sociedades não financeiras, concluímos que a crise económica que se fazia sentir em 2012, teve um grande impacto em todos os setores, especialmente nos da construção e comércio que obtiveram as maiores taxas de decréscimo negativo nesse ano. Contudo, ao longo do período analisado, verificou-se que os indicadores começaram a melhorar os resultados nos dois CAE e nas SNF, principalmente após 2014 que foi quando deixamos de ter ajuda financeira. Em 2017, verificou-se uma diminuição da RCP dos CAE 14 e 16 que não foi acompanhada pela globalidade das empresas.

Perante o nosso estudo, queremos frisar a ideia de que a estrutura de capital ótima é algo muito difícil de analisar na medida em que apesar de os gestores prepararem e estudarem os seus resultados pretendidos, existem fatores que não são possíveis de prever e/ou identificar em modelos de análise. Neste sentido, o nosso trabalho permitiu-nos fazer uma análise económico-financeira, mas sem grandes conclusões sobre uma regra específica para como as empresas se devem financiar durante a sua vida.

### 4.3. Limitações do estudo

A presente dissertação apresenta algumas limitações que de certa forma podem condicionar os resultados apurados, apesar de todos os nossos esforços para ultrapassar esta questão.

A análise económico-financeira é baseada nos resultados obtidos através dos rácios e indicadores económicos que se limitam a conjugar os números que a contabilidade obtém, tratando-se de uma análise limitada a fatores que sejam unicamente mensuráveis. Aspetos como as motivações, cultura da empresa, ética empresarial e conhecimento dos gestores, são fatores que influenciam o resultado da análise empresarial, mas como são de carácter qualitativo não foi possível mensurar e incluir no cálculo dos rácios financeiros, distorcendo a análise da *performance* das empresas dos setores analisados.

Por outro lado, a fonte dos nossos indicadores (BdP), tem informação simplificada fornecida pelo conjunto de SNF portuguesas. Sendo que a maioria das SNF não está sujeita à obrigatoriedade de ter as contas auditadas, a fidedignidade da contabilidade das empresas está comprometida, podendo haver distorções que afetem a qualidade das informações incorporadas nos quadros setoriais.

O número de setores escolhidos constitui uma limitação na medida em que não podemos fazer das nossas conclusões, uma regra para os outros setores de atividade e também para cada tipo de dimensão das empresas. Neste sentido, seria uma investigação interessante para futuros trabalhos, o comportamento da totalidade das empresas dos setores da indústria transformadora. Consideramos também que sendo o nosso estudo baseado no total das empresas e não por dimensão, existe uma limitação no sentido dos valores obtidos foram feitos com base numa média da totalidade das empresas, não havendo a perceção de quais os tipos de empresas que mais e menos contribuem para o desempenho geral dos setores.

O período de análise, baseou-se nos estudos que encontramos relativamente aos setores que pretendíamos explorar. Contudo, o período em análise correspondeu ao primeiro ano (completo) que se fizeram sentir as repercussões da entrada da Troika em Portugal. O programa da Troika demorou cerca de 3 anos, pelo que a maior parte do nosso estudo possivelmente tem resultados com valores atípicos por estarem sobre influência das imposições exigidas. Num próximo estudo, uma sugestão que deixamos, é incorporarem na análise longitudinal, até pelo menos 5 anos antes da entrada do plano de resgate em Portugal, e até pelo menos 5 anos depois da saída do mesmo, sendo possível obter uma análise da

evolução do setor num período antes da crise, durante a crise e o princípio da saída dos tempos de austeridade.

De forma a ultrapassar outras das limitações acima apontadas, deixamos a sugestão para uma futura investigação a realização da evolução do estudo a empresas com contas auditadas.

## Bibliografia

- ALCARVA, P. - **A banca e as PME**. Porto: Vida Económica, 2011. ISBN 9789727884292.
- ALMEIDA, E. F.; PACHECO, L.; OLIVEIRA T., Fernando, **Financiamento das pequenas e médias empresas: análise das empresas do distrito do Porto em Portugal** Revista de Administração Contemporânea, (2), pp. 254-267 ISSN 0080-2107.
- ALMEIDA, L.C. – **Estrutura de capital das PME da indústria transformadora alimentar**. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 2016. Dissertação de Mestrado.
- ALVES, P.- A crise económica e financeira. *Newsletter 3 Direcção do Curso de Finanças Empresariais*, 2013. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa
- BANCO DE PORTUGAL (2012). **Análise setorial indústria dos têxteis e vestuário**. *Estudos da Central de Balanços*, (9).
- BANCO DE PORTUGAL (2015). **Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2010-2015**. *Estudos da Central de Balanços*, (23).
- BANCO DE PORTUGAL (2016). **Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2011-2016**. *Estudos da Central de Balanços*, (26).
- BANCO DE PORTUGAL (2016). **Análise das empresas da madeira, da cortiça e do papel**. *Estudos da Central de Balanços*, (24).
- BANCO DE PORTUGAL (2017). **Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2012-2016**. *Estudos da Central de Balanços*, (30).
- BANCO DE PORTUGAL (2017). **Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2017**. *Estudos da Central de Balanços*, (34).
- BANCO DE PORTUGAL (2016). **Análise das empresas dos setores da madeira, da cortiça e do papel**. *Nota de informação estatística*, (11).
- BANCO DE PORTUGAL (2016). **Análise setorial da indústria dos têxteis e do vestuário 2010-2015**. *Nota de informação estatística*, (62).
- BANCO DE PORTUGAL (2018). **Análise das empresas dos setores da madeira, da cortiça e do papel**. *Nota de informação estatística*, (8).
- BANCO DE PORTUGAL (2018). **Análise das empresas da indústria dos têxteis e do vestuário**. *Nota de informação estatística*, (35).
- BARROSO D.C., FERREIRA A. M., MOTA, A. G. e NUNES, J. P. - **Finanças da empresa**- 3ª Edição, Lisboa: Edições Sílabo,2012. ISBN 9789726186106.
- BEVAN, A., DANBOLT, J. (2002). **Capital Structure and its determinants in the UK - a decompositional analysis**. *Journal Applied Financial Economics* 12:3, pp. 159-170.
- BORGES MATIAS, A. – **Finanças Corporativas de Longo prazo: Criação de Valor com Sustentabilidade Financeira**. 2. São Paulo: Editora Atlas, 2007. ISBN 978-85-224-4798-5.
- BRADLEY, M., Jarrel, G e KIM, E. H. - On the existence of an optional capital structure: theory and evidence. **Journal of finance** (1984). 39, pp. 857-878.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. e ALLEN, F. – **Princípios de Finanças Empresariais**. 8ª Edição: Porto Alegre: Mc Graw-Hill Education, 2007. ISBN 978-85-8055-238-6.

- BREALEY, R.A. e MYERS, S.C. - **Princípios de Finanças Empresariais**. 5ª Edição: McGraw-Hill de Portugal, 1998. ISBN 972-8298-48-X
- BREALEY, R.A e MYERS, S.C – **Financiamento e Gestão de Risco**. Artmed Editora S.A, 2005. ISBN 0-07-138378-6
- BREIA, A. F.; MATA, M. N. e PEREIRA, V. M. – **Análise económica e financeira: aspetos teóricos e casos práticos**. Lisboa: Letras e Conceitos, Lda., 2014. ISBN 978-989-8305-61-9.
- BREIA, A. – Condicionantes e limitações da informação contabilística em termos de análise financeira. *Newsletter 7 Direcção do Curso de Finanças Empresariais*, 2014. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa
- CANDIMBA, C. E. N. - **A política de dividendos e o ciclo das empresas**. Setúbal: Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências Empresariais, 2015. Dissertação de Mestrado.
- CARDOSO LUÍS, C.A – **Avaliação da Performance Empresarial, As Métricas Tradicionais Versus as Métricas Baseadas no Valor**. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 2012. Dissertação de Mestrado.
- CARRILHO, J.M., PRATES, M.L., PIMENTEL, L.V., e LAUREANO, L.- **Elementos de Análise Financeira: Casos Práticos**. (2005), 2º Edição: Publisher team. ISBN 9789896010416.
- CHUNG, K. H. (1993) - Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An empirical Test. **Journal of Business Finance and accounting**, 20 (1) 83-98.
- COHEN, E. (1990) – **Análise Financeira**. Editorial Presença (1990). 1º ed.
- COHEN, E. (1995) – **Análise Financeira**. Editorial Presença (1990). 1º ed.
- CONSTAND, R.I, OSTERYOUNG, J.S e NAST, D.A – Asset-Based Financing and the determinants of capital structure in small firm. **Advances in small business finance finance of the series financial and monetary policy studies**. 21. Pp, 29-45.
- DAMODORAN, A. – **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2ªed. Porto Alegre: Bookman, 2004. ISBN 85-363-0402-2.
- DEANGELO, Harry e MASULIS, Ronald - Optimal capital structure under corporate and personal taxation. **Journal of Financial Economics**. ISSN 0304-405X. 8:1 (1980) 3-29.
- DECRETO-LEI nº 98/2015 de 2 junho.
- DECRETO-LEI n.º 81/2017 de 30 de junho.
- DIRECTIVA nº2013/34/ EU do Parlamento Europeu e do Conselho de 2 de junho de 2013.
- DIÁRIO DA REPÚBLICA, 1.ª série — N.º 125 — 30 de junho de 2017 3339.
- ESPERANÇA, J. P.; GULAMHUSSEN, M. A. e GAMA, A. P. M. - Corporate debt policy of small firms: na empirical (re)examination. **Journal of Small Business and Enterprise Development**. (2003) ISSN 14626004. 10. Pp,162-80.
- FERNANDES, C., NEIVA, J., VIEIRA, E. e PEGUINHO, C. – **Análise Financeira: Teórica e Prática**. 4ªEd. Lisboa: Edições Sílabo,2016. ISBN 9789726188421.
- FERRÃO, J. (2012). O Endividamento das Empresas e das Famílias Portuguesas.
- FERRÃO, J.- O Endividamento das Empresas Portuguesa. *Newsletter 2 Direcção do Curso de Finanças Empresariais*, 2013. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

- FERRI, M. e JONES, W. Determinants of financial structure: a new methodological approach. **The journal of Finance**. (1979). V.34, 3. 631-644.
- FRANK, M.; GOYAL, V. (2007). Capital Structure Decisions: Which Factors are Really Important? *Working Paper Series, Social Science Research Network*.
- FRANK, M.; GOYAL, V. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, pp. 1-37.
- HOVAKIMIAN, A., HOVAKIMIAN, G. e TEHRANIAN, H.– Determinants of target capital structure: The case of dual debt and equity issues. **Journal of Financial Economics** (2004) 7:3, pp .517-540.
- JORDAN, H., NEVES J.C. e RODRIGUES, J.A. - **O controlo de Gestão – Ao serviço da Estratégia e dos Gestores**. 10ªEd. Lisboa: Áreas Editora, 2015. ISBN 9789898058911.
- JORGE, S. e ARMANDA, M. – Factores determinantes do endividamento: uma análise de painel. **Revista de Administração contemporânea** (2001), 2, pp 9-31.
- KOLARI, J. W; VÉLEZ-PAREJA, I. - **Corporation Income Taxes and The Cost of Capital: A Revision**. Innovar, 2012, 53-72.
- KOONTZ, H., WEIHRICH, H., e CANNICE, M.- **Administração: Uma perspectiva global empresarial**. 13ªed.São Paulo: Editora Atlas, 2007. 2. ISBN 978-85-224-4798-5.
- OLAWALE, L.S., ILO, B.M. e LAWAL, F.K. – The effect of firm size on performance of firms in Nigeria. **AEstimatio, The IEB internacional Journal of Finance**. (2017)15, pp 2-21  
OI:10.5605/IEB.15.4.
- MARTINS, A., CRUZ, I. , AUGUSTO, M., SILVA, P., GONÇALVES, P. – **Manual de Gestão Financeira Empresarial**. Coimbra Editora (2009). ISBN 978-972-32-1728-55.
- MARTINS, A., CRUZ, I. , AUGUSTO, M., SILVA, P., GONÇALVES, P. – **Manual de Gestão Financeira Empresarial**. Escolar Editora (2016) 2ªed. ISBN 978-972-592-512-6.
- MENDONÇA, M. – **Impacto da Gestão Financeira de Curto Prazo na Performance Operacional**. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 2018. Dissertação de Mestrado.
- MENEZES, H. C.- **Princípios de Gestão Financeira**. 11º ed. Lisboa: Editorial Presença 2008.
- MODIGLIANI, F.; Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.
- NEVES, J.C.- **Análise financeira e Relato Financeiro: Uma visão integrada de gestão**. Lisboa: Texto Editores, Lda. (2012), 7ª ed. ISBN 978-972-47-4326-4.
- NEVES, J.C.- **Análise financeira – técnicas fundamentais**. Lisboa: Texto Editores, Lda. (2005), 1º ed. ISBN 972-47-2597-9.
- RAJAN, R. e ZINGALES, L. What do we know about Capital Structure? Some evidence from international data. **The Journal of Finance** (1995). Vol. 1, 5, 1421-1460.
- ROCHA, L. - **Teoria financeira no contexto das Pequenas e Médias Empresas: o caso do setor têxtil e de vestuário em Portugal**. Covilhã: Universidade da Beira interior, 2000. Dissertação de Mestrado.
- ROSS, S.– **The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach**-*The Bell Journal of Economics*, 8:1 (1977) 219-244.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W. e JORDAN, B. D. – **Administração Financeira**. 8ª ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008. ISBN 978-85-86804-7-5.

- SHYAM-SUNDER, L. e MYERS, S. – Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. **Journal of Financial Economics** (1999). 51. 219-244
- SILVA JÚNIOR, F.S. – **A estrutura do capital das PMEs e das grandes empresas: uma análise comparativa**. Coimbra: Universidade de Coimbra, 2012. Dissertação de Mestrado.
- TITMAN, S. e WESSELS, R. The determinants of capital structure choice. **Journal of finance** (1988). 43, 1-19.
- VIEITO, J.P. e MAQUIEIRA, C.P. – **Finanças empresariais: teoria e prática**. Escolar Editora (2010). ISBN 978-972-592-2755-0
- WARNER, J. – Bankruptcy costs: some evidence. **Journal of finance** (1977). 32, 337-348
- WESTON, J. F. e BRIGHAM, E.F – **Fundamentos da administração financeira**. 10º ed. Makron Books, 2000. ISBN 8534607958.