

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



ISCAL

ALGUNS EFEITOS DA CRISE ECONOMICA E FINANCEIRA

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS ENTRE 2010 E 2017

ANA ALMAS, N° 20170315

Lisboa, Dezembro de 2020

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

ALGUNS EFEITOS DA CRISE ECONOMICA E FINANCEIRA

ASPECTOS DA EVOLUÇÃO DAS EMPRESAS ENTRE 2010 E 2017

Ana Almas, N^o 20170315

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão e Empreendedorismo, realizada sob a orientação científica de Arménio Fernandes Breia, Professor Especialista na área científica de Finanças Empresariais e com a coorientação, da Professora Especialista Maria Carlos Annes na área científica de Finanças Empresariais.

Lisboa, Dezembro de 2020

A Persistência é o caminho do êxito.

Charles Chaplin

Agradecimentos

Pretendo agradecer essencialmente ao meu orientador Professor Arménio Breia, pela orientação, disponibilidade e conhecimentos transmitidos ao longo da execução do trabalho. Aproveito para manifestar a minha admiração pela forma como partilhou o seu conhecimento e a sua dedicação.

Ao ISCAL e a todos os professores que me acompanharam no mestrado de Gestão e Empreendedorismo o meu sincero agradecimento, são excelentes profissionais.

Aos meus colegas de mestrado agradeço todos os momentos e a ajuda que sempre houve para perseguir este objetivo.

Dedico este trabalho, elaborado com imenso esforço pessoal, aos meus pais e ao meu companheiro Daniel Bento, por todo o esforço efetuado e pelo apoio prestado ao longo de toda a minha vida académica e profissional, nos bons e maus momentos. Mas também a uma amiga muito especial (Isabel Canteiro), pela sua ajuda em alcançar este objetivo.

Resumo

Em 2008 instalou-se uma crise financeira ao nível mundial que atingiu também Portugal. Esta crise foi um dos assuntos mais debatidos em todo o mundo e objeto de inúmeras discussões e publicações, nos vários meios de comunicação, principalmente por ter provocado alterações profundas nas vidas das pessoas, em muitos casos, bastante negativas.

A presente dissertação tem como tema de base de estudo alguns aspetos da evolução das empresas, em período de crise económica (2010 a 2017) e tem como objetivo avaliar, através da análise de vários indicadores, essencialmente ao nível das empresas (como o endividamento, a rentabilidade, a taxa de investimento, autonomia financeira), o impacto da recente crise financeira e económica na estrutura de capital das empresas e, conseqüentemente, o impacto no país.

Para o efeito foi utilizada como fonte de informação, nomeadamente, dados estatísticos do INE, do Banco de Portugal, da Intrastat, da Pordata, bem como estudos sobre o tema.

Este trabalho trata vários indicadores como PIB, Taxa de Desemprego, Autonomia Financeira, Endividamento, Rentabilidade e Investimento dado que todos eles acabam por estar diretamente ou indiretamente relacionados. Desta forma, é feita uma recolha de valores entre os anos de 2010 a 2017 e posteriormente são analisados os seus resultados empíricos e respondidas as questões iniciais.

Pretende-se ainda com esta investigação contribuir para a análise da evolução recente e dos impactos a nível do tecido empresarial, de modo a permitir, em posteriores desenvolvimentos, estabelecer eventuais relações entre algumas variações.

Palavras-chave: Crise financeira; Endividamento; Rentabilidade; Recuperação; Estrutura de capital; Investimento empresarial.

Abstract

In 2008 there was a global financial crisis that also affected Portugal. This crisis was one of the most debated issues in the world and the subject of countless discussions and publications in the various media, mainly because it caused profound changes in people's lives, in many cases, quite negative.

This dissertation is based on the study of some aspects of the evolution of companies, in a period of economic crisis (2010 to 2017) and aims to assess, through the analysis of various indicators, essentially at the level of companies (such as profitability, investment rate, financial autonomy), the impact of the recent financial and economic crisis on the capital structure of companies and, consequently, the impact on the country.

For this purpose, statistical data from INE, Banco de Portugal, Intrastat, Pordata, as well as studies on the subject were used as a source of information.

This work deals with several indicators such as GDP, Unemployment Rate, Financial Autonomy, Indebtedness, Profitability and Investment, since they all end up being directly or indirectly related. In this way, a collection of values is made between the years 2010 to 2017 and subsequently their empirical results are analyzed and the initial questions are answered.

This research also intends to contribute to the analysis of recent developments and impacts at the level of the business fabric, in order to allow, in later developments, to establish possible relationships between some variations.

Keywords: Financial crisis; Indebtedness; Profitability; Recovery; Capital structure; Business investment.

Índice

Lista de Abreviaturas.....	xii
1. Introdução	1
1.1 Escolha do tema: contexto e problemática.....	1
1.2 Relevância do tema da investigação.....	2
1.3 Objetivos e Questões a investigar	2
1.4 Método de Investigação	3
2 Enquadramento teórico	4
2.1. A crise.....	4
2.2. O endividamento.....	7
2.2.1. Endividamento das Famílias	8
2.2.2. Endividamento das Empresas Portuguesas.....	12
2.3. Estrutura de Capital	17
2.3.1. Autonomia Financeira	20
2.3.2. Dimensão da empresa.....	21
2.3.3. Tangibilidade	23
2.3.4. Riscos.....	24
2.3.5. Oportunidades de crescimento	27
2.3.6. Rendibilidade	29
2.4. Investimento das Empresas.....	31
3 Resultados empíricos.....	35
3.1 Produto interno bruto	35
3.2 Taxa de desemprego	39
3.3 Taxa de investimento.....	43
3.4 Endividamento, rendibilidade e autonomia financeira	51
3.4.1. Endividamento das Empresas.....	51
3.4.2. Endividamento das Famílias Portuguesas	57

3.4.3 Rendibilidade dos Capitais Próprios	59
3.4.3. Autonomia financeira	64
3.5 Comparação Internacional	67
3.5.1 Endividamento	67
3.5.2 Autonomia Financeira	68
3.5.3 Rendibilidade dos Capitais Próprios	70
3.5.4 Investimento	72
4 Conclusões finais	74
4.1 Síntese do trabalho desenvolvido	74
4.2 Limitações e sugestões para futuros trabalhos	80
Referências Bibliográficas	82

Índice de Figuras

Figura 2.1 - O ciclo vicioso da crise financeira.....	6
Figura 3.1 – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (2010-2017)	37
Figura 3.2 – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (2010-2017)	38
Figura 3.3 - Taxa de Desemprego (2010 a 2017)	41
Figura 3.4 - Taxa de Desemprego (2010 a 2017)	42
Figura 3.5 – Peso por dimensão da empresa (número de trabalhadores) no investimento total das empresas (%)	43
Figura 3.6 – Taxa de Investimento total e por ramo de atividade (2010 a 2017).....	45
Figura 3.7 – Taxa de Investimento total e por ramo de atividade (2010 a 2017).....	46
Figura 3.8 - Taxa de variação anual real dos componentes da despesa do PIB, UE-28, 2010-2017	47
Figura 3.9 - Formação bruta de capital fixo a preços correntes de mercado, 2017.....	48
Figura 3.10 – Taxa de Investimento a preços correntes de mercado em % do PIB, 2012 e 2017	49
Figura 3.11 – Endividamento das sociedades não financeiras total e por sector em % (2010 a 2017).....	52
Figura 3.12 – Endividamento das sociedades não financeiras total e por sector (2010 a 2017).....	53
Figura 3.13 – Endividamento das sociedades por dimensão (2010 a 2017).....	54
Figura 3.14 – Endividamento das sociedades por dimensão (2010 a 2017).....	55
Figura 3.15 – Evolução do Endividamento das Famílias Portuguesas (2010 a 2017)..	57
Figura 3.16 – Rendibilidade do capital próprio total e por sector em % (2010 a 2017)	61
Figura 3.17 – Rendibilidade do capital próprio total e por sector em % (2010 a 2017)	62
Figura 3.18 – Autonomia Financeira das sociedades não financeiras total e por sector em % (2010 a 2017).....	65
Figura 3.19 – Autonomia Financeira das sociedades não financeiras total e por sector (2010 a 2017).....	66
Figura 3.20 – Percentagem de Endividamento de vários países da UE (2010 a 2017)	67

Figura 3.21 – Percentagem de Endividamento de vários países da UE (2010 a 2017)	68
Figura 3.22 – Percentagem de Autonomia Financeira de vários países da UE (2010 a 2017).....	69
Figura 3.23 – Percentagem de Autonomia Financeira de vários países da UE (2010 a 2017).....	69
Figura 3.24 – Percentagem de Rendibilidade dos Capitais Próprios da totalidade das empresas dos vários países da UE (2010 a 2017)	71
Figura 3.25 – Percentagem de Rendibilidade dos Capitais Próprios da totalidade das empresas dos vários países da UE (2010 a 2017)	71
Figura 3.26 – Taxa de Investimento de vários países da UE (2010 a 2017).....	72
Figura 3.27 – Taxa de Investimento de vários países da UE (2010 a 2017).....	72
Figura 4.1 – Endividamento e Rendibilidade em % (2010 a 2017)	75
Figura 4.2 – Autonomia e Rendibilidade em % (2010 a 2017).....	76
Figura 4.3 – PIB e Taxa de Desemprego em % (2010 a 2017)	77
Figura 4.4 –Taxa de Desemprego e Rendibilidade em % (2010 a 2017).....	78
Figura 4.5 – PIB e Taxa de Investimento em % (2010 a 2017).....	79

Lista de Abreviaturas

BCE – Banco Central Europeu

CE – Comissão Europeia

EBE – Excedente bruto de exploração

FMI – Fundo Monetário Internacional

INE – Instituto Nacional de Estatística

NUTS – Nomenclatura das Unidades Territoriais para Fins Estatísticos, Versão de 2013

OE – Orçamento de Estado

P.P. – Pontos Percentuais

PE – Programa de Estabilidade

PEC – Programa de Estabilidade e Crescimento

PIB – Produto Interno Bruto

RBV – *Resource Based View* (Visão baseada em recursos)

SCIE – Sistema de Contas Integradas das Empresas

TIR – Taxa Interna de Rendibilidade

UE – União Europeia

VAB – Valor Acrescentado Bruto

VAL – Valor Atual Líquido

VN – Volume de negócios

1. Introdução

O presente capítulo é composto pela justificação da escolha do tema e sua relevância, objetivos e questões de investigação, a descrição do método utilizado no estudo, a recolha e tratamento dos dados.

1.1 Escolha do tema: contexto e problemática

Após a explosão da crise financeira internacional de 2007-2008, a economia portuguesa registou uma queda do PIB real, ao longo de dois anos sucessivos (2008-2009), e viu a taxa de desemprego aumentar acentuadamente, tendo provocado um ponto de rutura com a tendência. Em relação à recessão económica em 2009 e à mudança das taxas de juro praticadas pela banca de retalho em Portugal, muitas empresas foram confrontadas com o agravamento dos problemas financeiros. Com a quebra dos indicadores da economia do país, degrada-se a sua credibilidade e conseqüentemente o seu rating. Os investidores estrangeiros retraem-se e o sector financeiro vê-se em sérias dificuldades para se financiar o que tem forte impacto na sua capacidade de financiar as empresas e as famílias. Instala-se assim um ambiente de instabilidade económica com as empresas a enfrentar graves problemas financeiros aumentando o número de falências e provocando, por sua vez, o desemprego e a pobreza nas famílias que, ao deixarem de ter rendimentos para pagar os empréstimos entram em incumprimento contribuindo para o agravamento da situação das instituições financeiras.

Não há dúvida que as micro, pequenas e médias empresas apresentam uma grande relevância na economia portuguesa, pela quantidade de empresas existentes em relação a empresas de grande dimensão, mas também pela quantidade de pessoas que empregam.

Nos primeiros anos de crise económica, com a recessão da economia e o aumento das taxas de juros da banca, as empresas foram confrontadas com elevados problemas financeiros.

O ponto de partida da escolha do tema desta investigação teve essencialmente a ver com a importância que a mais recente crise em Portugal teve na vida das empresas, e tentar concluir sobre o grau de recuperação efetivo nos últimos anos, com base em determinados indicadores económicos analisados no presente trabalho.

1.2 Relevância do tema da investigação

A escolha deste tema advém do período de crise financeira internacional que teve fortes consequências também o nosso país. O próprio sistema financeiro, para além de deixar de ter liquidez de modo a financiar as empresas e as famílias, viu-se a braços com imparidades pelo incumprimento de pagamentos dos créditos tanto a nível empresarial como das famílias. Por essa razão procurei estudar determinadas variáveis, de forma a analisar a perspectiva do Endividamento, a Rendibilidade, a Autonomia Financeira e o Investimento ao nível das empresas de forma a observar como se comportam, mas também estudar fatores macroeconómicos, como o PIB, pois sendo este o indicador que quantifica o nível de riqueza de um país não fazia sentido deixa-lo de fora. A Taxa de desemprego sendo ela muito importante pois o nível de desempregados influencia diretamente o nível de riqueza do país e do endividamento. Para além disso, as restantes variáveis são também influenciadas indiretamente.

As consequências avassaladoras remetem essencialmente para “o aumento do desemprego e conseqüentemente a estagnação ou mesmo diminuição dos salários, aliados ao sobre-endividamento” (Teles, 2008).

De acordo com algumas opiniões uma quota parte das empresas portuguesas encontram-se sobre endividadas, a economia do país sofreu pesadas consequências, nomeadamente o endividamento do Estado, a taxas de juro elevadas para fazer face à despesa pública, levando ao agravamento da carga fiscal. A falência de empresas e a elevada taxa de emigração, são outras das muitas consequências que se fazem sentir devido à crise económica.

Tendo em conta a importância do tema, surge a tentativa de aprofundar o mesmo e perceber a relação e os respetivos impactos de determinados indicadores que são propostos serem analisados.

1.3 Objetivos e Questões a investigar

O presente trabalho tem como objetivo identificar, através da análise de vários indicadores macroeconómicos, nomeadamente o PIB e a taxa de desemprego do país, mas também através da análise financeira das empresas analisar indicadores como o endividamento, autonomia financeira, rendibilidade, taxa de investimento, aprofundando alguns sectores de atividade com o objetivo de perceber quais os setores que tiveram melhores e piores resultados ao longo do período em análise, qual a sua relação e impacto entre si durante os anos de 2010 a 2017.

As Questões de Investigação são as seguintes:

- Questão 1: O endividamento das empresas varia negativamente com a rendibilidade?
- Questão 2: A autonomia financeira varia positivamente com a rendibilidade?
- Questão 3: Será que quanto maior é o PIB, menor é a taxa de desemprego?
- Questão 4: A evolução do desemprego do período analisado, acompanha a rendibilidade das empresas?
- Questão 5: Existe relação entre a taxa de investimento das empresas e o PIB?

1.4 Método de Investigação

Neumann et al (1988), durante as suas investigações concluíram que a análise e comparação dos rácios financeiros é a metodologia mais adequada para avaliar a rendibilidade, a aplicação de ativos, a estrutura do endividamento e a liquidez.

Segundo Gil (2007), uma investigação pode ser explicada como um processo formal e metódico por meio de uso de procedimentos científicos, com o objetivo de ser encontradas as respostas para determinadas questões.

A metodologia é bastante importante para a investigação visto que ela demonstra com transparência o objetivo da pesquisa em causa, devendo ser executada e refletida no início do processo da investigação.

Para melhor compreensão dos resultados, abordou-se a evolução económica em Portugal, a crise económica e as suas consequências, com base em determinados indicadores, alguns estudos relacionados com o tema em causa, analisando a evolução recente e os impactos ao nível do tecido empresarial deste modo permite, estabelecer eventuais relações entre algumas variações.

2 Enquadramento teórico

2.1. A crise

Portugal é um país plenamente integrado na economia mundial, tendo assim sofrido as consequências da crise do *subprime*, facto demonstrado através de diversos indicadores económicos.

De acordo com Soros (2008), a crise *subprime* começou nos Estados Unidos em 2007, sendo conhecido por muitos a “bolha imobiliária americana”, pois eram concedidos empréstimos de forma irresponsável a clientes com poucas possibilidades financeiras para poder pagar as prestações, culminando numa crise de crédito. Esta crise atingiu rapidamente a economia global, com consequências desastrosas, tendo também prejudicado as finanças públicas, com os cortes no investimento e na despesa, essencialmente nos sectores sociais que por consequência vieram aumentar o número de desempregados. Em 2013, apesar de alguns sinais de recuperação económica, os níveis de crescimento não eram suficientes para criar emprego e a taxa de crescimento global da economia encontrava-se em 2,9%, mais de um ponto percentual abaixo da média de crescimento anual registada na década anterior à crise (International Labour Office, 2014).

São várias as explicações para o começo e deflagração da bolha imobiliária, começando pelo incentivo governamental e bancário à compra de imóveis, às falhas de regras do mercado, passando pelo grau de complexidade dos ativos financeiros (Whalen, 2008).

Matijascic et al (2009, p. 30) afirma que:

a expansão da crise pode ser explicada por fatores macro e micro económico, entre os fatores macroeconómicos, merece destaque o período prolongado de baixas taxas de juros, que permitiu a expansão do crédito e estimulou a procura interna, além de favorecer um ciclo de alta nos preços dos imóveis, quanto aos fatores microeconómicos, a ausência de regulamentação dos mercados financeiros, aliada à falta liquidez, favoreceu a criação de produtos sofisticados, cujos riscos resultaram em preços inadequados de ativos.

Reinhart e Rogoff (2010) dizem que, apesar de sucederem em momentos diferentes e sobre ativos diferenciados, as bases das crises repetem-se. As crises por norma, surgem após períodos de vasto desenvolvimento económico, abundância de crédito, endividamento excessivo e expectativas de retornos ilimitados.

De acordo com Fraga (2011), durante o ano de 2010 agravaram-se os efeitos da crise em Portugal com a travagem da economia e o aumento do desemprego. O primeiro sector a entrar em derrapagem foi o da construção civil, pois a banca reduziu substancialmente os empréstimos para compra de casa própria.

De acordo com Cardoso (2011), a competitividade e a eficiência das empresas estão dependentes cada vez mais da adaptabilidade e flexibilidade das mesmas ao mercado, utilizando estratégias para fazer face à crise. Portugal é atualmente um país cultural e economicamente aberto ao exterior. As empresas nem sempre se conseguem adaptar às alterações do mercado, não valorizam a formação profissional e têm dificuldade em enquadrar, motivar e reter os talentos.

Segundo Silva (2011) muitas empresas, em todo o mundo, não tiveram como cumprir os seus compromissos financeiros e viram-se obrigadas a declarar falência. Em termos generalizados, com as empresas a reduzirem ou a cessarem as atividades, o desemprego aumentou, sendo que passou a existir uma diminuição do rendimento disponível e consecutivamente uma diminuição do consumo privado. Assim, a recessão económica cada vez mais foi aumentando, o produto interno bruto (PIB) real mundial caiu 0,6% em 2009, o PIB real da zona euro caiu 4,1% e outro fator relevante para a crise internacional foi a razão entre o nível de crescimento económico na fase de expansão do ciclo, que foi acentuado e o nível de contração económica durante a fase de recessão.

A Figura 2.1 mostra o ciclo vicioso com que as economias se deparam resultantes da crise financeira internacional: a perda de confiança, os problemas das empresas e a desvalorização cambial.

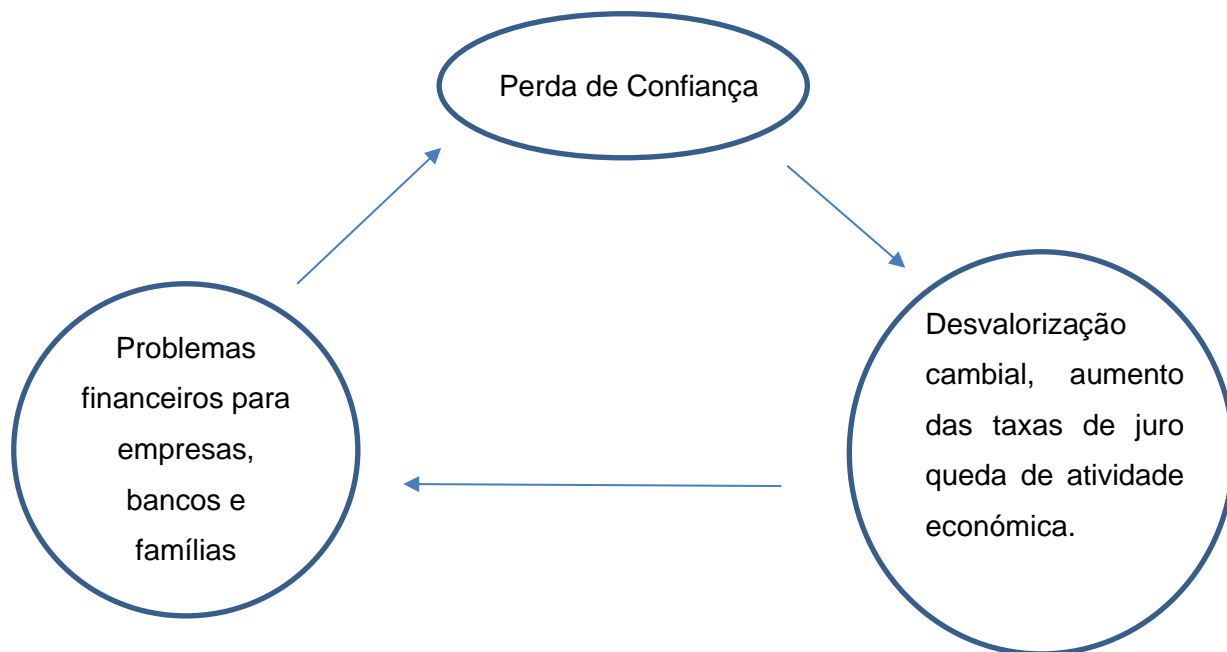


Figura 2.1 - O ciclo vicioso da crise financeira

Fonte: Adaptado de Krugman (2009)

Durante as crises financeiras é comum notarmos o aumento do desemprego junto com a queda do PIB e esta crise pode ser vista como o ciclo vicioso, pois a perda de confiança e o aumento do desemprego leva às famílias obterem um rendimento inferior ao que é normal possuírem quando estão a trabalhar. Com isto, existe também uma queda no investimento dos empresários, sendo que as pessoas deixam de consumir ou consomem menos com receio de perder o emprego.

Assim vivemos um dos maiores tempos de instabilidade económica e financeira desde a intensa crise dos anos 1930, a tripla crise europeia: crise económica, crise da dívida soberana e crise bancária (Reis & Rodrigues, 2011).

A crise económica e financeira em Portugal, gerou um nível de grande desconfiança, em que os bancos deixaram de emprestar entre si e foram colocadas limitações ao acesso ao crédito para particulares, empresas e o estado.

Segundo o Observatório sobre crises e alternativas (2013, p. 65):

a liberalização, privatização e desregulamentação do sector financeiro, bem como da integração monetária europeia, permitiram o financiamento continuado de défices externos, cuja acumulação tornou Portugal no país desenvolvido mais endividado em relação ao exterior.

Os efeitos da crise económica são visíveis por todo o mundo. A crise obrigou os países desenvolvidos a criarem melhores estruturas e a organizar melhores condições

aumentando o desempenho do seu negócio, mudando a forma como as empresas e organizações atuam nos mercados (Pequeno, 2013).

Segundo Coelho (2013), fazendo uma análise aos números, verificaremos que 21% da população portuguesa vive no limiar da pobreza. É do nosso conhecimento que a pobreza depende das condições económicas e demográficas em um determinado período, mas sendo alteradas estas condições por fatores externos, quem vive de forma moderada passa a ter grandes dificuldades.

De acordo com Costa (2014), o nível de confiança dos investidores diminuiu, os bancos deixaram de se conseguir financiar e tiveram de vender os seus ativos a preços bastante baixos e restringir o crédito. O financiamento bancário, tornou-se mais difícil de obter, as famílias suportaram fortes cortes no valor dos seus rendimentos, houve um decréscimo no seu património e consideráveis quedas dos valores dos ativos (ações e imobiliário, em particular). Assim, estes factos fizeram surgir no mercado uma crise de confiança, uma diminuição do consumo privado, nomeadamente, a procura de bens duradouros (por exemplo, automóveis) e o investimento imobiliário que assinalou uma forte queda.

O crédito veio proporcionar uma melhoria substancial da qualidade de vida de muitas famílias, ao permitir o acesso a bens de primeira necessidade e/ou, acesso à compra de um automóvel, informática, atividades culturais e de lazer. Estas alterações traduziram-se na reformulação do crédito bancário para os particulares, na quebra nas taxas de juro e na taxa de inflação, mas também em campanhas publicitárias bastante agressivas para a concessão destes créditos. De uma taxa de endividamento de apenas 20% do rendimento disponível em 1990, Portugal tornou-se rapidamente num dos países com mais elevadas taxas de crescimento do endividamento (Ribeiro, 2014).

2.2. O endividamento

De acordo com o estudo 25 anos de Portugal, houve um aumento do endividamento em Portugal no sector não financeiro (famílias, empresas e estado), bastante acentuado, atingindo em 2010 um valor de 350%, que até 2013 subiu até aos 425% do PIB. Nas famílias portuguesas, o nível de endividamento aumentou de 35% para 130%, atingindo um nível mais elevado de rendimento, intensificando as despesas de consumo, fazendo Portugal, um dos países da união europeia que recorre mais ao cartão de crédito. Esta mentalidade também tem repercussões nas empresas, por um lado conseguindo mais vendas porque os clientes conseguem ter acesso à compra de bens usando o crédito,

no entanto por outro lado, as próprias empresas muitas vezes acabam por se endividar com linhas de crédito superiores aquilo que podem pagar.

O tema está relacionado com as famílias, as empresas e o estado português, ou seja, é um tema muito vasto e que todos estão relacionados entre si, no entanto irá dar-se mais ênfase ao endividamento das empresas, mas não se pode deixar de falar um pouco do endividamento das famílias e do estado.

2.2.1. Endividamento das Famílias

O endividamento familiar pode ser considerado problemático quando é excessivo pois contribui para a impossibilidade de cumprir com as suas obrigações. Incapacidade que é motivada muitas vezes pela má administração financeira, o desemprego, doença prolongada, divórcio, ausência de educação financeira e maus investimentos (Marques e Frade, 2004).

Entende-se por endividamento, o saldo devedor de um agregado familiar. Este conceito está usualmente ligado aos comportamentos de crédito (habitação e consumo). O saldo devedor pode decorrer da existência de apenas um compromisso de crédito ou pode resultar de vários compromissos de crédito - multiendividamento (OEC, 2006). O endividamento torna-se um problema quando ocorre incumprimento, que acontece quando o devedor não cumpre as obrigações de saldar as suas dívidas em tempo útil. Só é considerado incumprimento por parte das instituições financeiras, quando ocorre um atraso do pagamento de três prestações, passando a ser considerado incumprimento definitivo quando não exista mais nenhuma hipótese de renegociação e quando é acionado o processo judicial por incumprimento.

De acordo com Modigliani & Brumberg, e Warneryd, (1954 e 1989), defendem que a teoria ciclo da vida é outra perspetiva para explicar o comportamento dos consumidores. Deste modo, os indivíduos que traçam o seu comportamento financeiro para o futuro de forma a manterem um padrão de vida estável, tendem a contrair empréstimos quando são jovens, na meia-idade liquidam as dívidas contraídas na fase inicial da sua vida e começam a preocupar-se com as poupanças, de modo a utilizá-las na reforma para manter um padrão de vida estável.

Lea, et. al, (1993), verificaram num estudo que os indivíduos endividados mostravam rendimentos mais baixos face aos não endividados e notaram também a existência de uma relação entre o tamanho do agregado familiar e o nível de endividamento. Destas

duas ideias apresentadas por estes autores, apenas a segunda ideia, é consensual para outros autores, visto que quanto maior o agregado familiar mais necessidades existem para satisfazer, e por isso maior é a probabilidade de existir uma situação de endividamento.

O endividamento pode ser a consequência de diversos fatores associados com o consumismo exagerado, que pode advir de causas sociais, causas económicas ou causas psicológicas. Nessa perspetiva, uma das causas mais conhecidas é a económica, no entanto os indivíduos podem-se endividar por outras razões. Sendo que as abordagens sociais e psicológicas são direcionadas apenas para os indivíduos.

De acordo com Lea, Webley e Walker, (1995) os hábitos sociais e culturais são criados pelos indivíduos e são passados de pais para filhos. No caso dos devedores que crescem numa cultura de consonância com o débito, espera-se que venham de famílias onde a rejeição à tolerância para com as dívidas seja mais rápida. Estes autores ao associarem o endividamento com a socialização económica apuraram que, os endividados mencionavam que os seus pais tinham uma situação financeira boa quando eram muito jovens e deixaram de depender dos pais.

Estas situações mostram que existem expectativas muito altas no futuro, o que torna mais difícil a gerir um rendimento mais baixo (Lea, et al, 1995). No entanto, estes autores realizaram um estudo e concluíram que não existem distinções nas posturas de devedores e não devedores em relação ao endividamento, pois ambos não concordam com este comportamento. Apesar disso, estes autores destacam que as posturas para com o endividamento se modificaram completamente durante o século XX, passando de uma desaprovação do débito para a aceitação do mesmo, fazendo dessa postura parte de uma moderna sociedade de consumo e por isso torna-se normal a existência do endividamento.

De acordo com Walker (1996), as estratégias de *financial coping* são os modos comportamentais ou psicológicos em relação a sentimentos de baixo *financial coping*, com o objetivo de incentivar um esforço para recuperar o controlo da situação. Os esforços que as famílias ou os indivíduos fazem para aperfeiçoar a sua situação financeira são considerados estratégias de *coping*, ou seja, se um indivíduo não tiver a noção da sua situação precária, não acha essencial adotar qualquer estratégia de *coping*, adotando decisões que podem não ser as mais certas correndo o risco do aumento do endividamento.

Dado o destaque nas consequências psíquicas do endividamento, é imprescindível acompanhar a tendência deste fenómeno e considera-se essencial efetuar análises da

natureza e dimensão do mesmo. Isto porque, o endividamento põe em dúvida o equilíbrio do indivíduo ou dos seus agregados familiares, com relevantes presunções sociais e psicológicas, como a marginalização e a exclusão, questões psíquicas, alcoolismo, dissolução das famílias, perturbações da saúde física e mental das famílias, entre outros. Estas opiniões auxiliam a refletir sobre os diversos fatores psicológicos que rodeiam o endividamento dos indivíduos.

De acordo com Worthington (2006, citado por Morais, 2013, p. 12)¹, o aumento da dívida das famílias, consiste numa ameaça ao bem-estar destas, significando um contínuo aumento das dívidas em incumprimento. Esta situação conduz várias consequências para o indivíduo e põe em causa o seu equilíbrio orçamental ou do seu agregado familiar, o que leva a fortes implicações ao nível social e psicológico, provocando o aumento do nível do *stress* financeiro.

Segundo Zerrenner (2007), o elevado endividamento leva os indivíduos a comprometerem o seu orçamento familiar e ainda provoca questões de ordem psicológica, levando os indivíduos endividados a tornar-se vulneráveis a incidentes tais como: separação, desemprego, problemas de saúde, entre outros, podendo chegar a incapacitar de executar tarefas diárias.

Muller (2010), indica que o endividamento independentemente das posses do indivíduo e do seu consumo pode significar a procura pelo seu *status* social. Atualmente, o consumo passou a ser uma satisfação pessoal, afetando a estabilidade económica e social. A obtenção de riqueza, aquisição de bens materiais, cada vez mais vai representando símbolo de poder, prestígio e reconhecimento, além de ser um indicador reconhecido do sucesso profissional e pessoal na sociedade de consumo.

Segundo Ferrão (2012), o recurso ao endividamento por parte das famílias possibilita antecipar o consumo. Dos empréstimos contraídos, as famílias que consumiram para além dos seus rendimentos pedindo empréstimos para pagar as suas despesas, vêm-se com um valor de rendimento bastante reduzido, pois têm de pagar os créditos contraídos e por isso, vêm-se obrigados a ajustar as suas despesas.

De acordo com Morais (2013), o endividamento tem sido alvo de vários estudos nas últimas décadas, uma vez que necessita da participação de diversas matérias como a psicologia, a economia, a sociologia e a ciência política. Segundo, Lea, et. al (1993), ter dívidas não está só relacionado com variáveis económicas, uma vez que houve estudos

¹ Worthington A., (2006). *Debt as a source of financial stress in Australian Households*. University of Wollongong.

realizados por estes autores, focadas nas variáveis sociais e psicológicas que explicam o endividamento, estilos de gestão financeira e o comportamento do consumidor e das empresas portuguesas.

De acordo com Artifon e Piva (2013), o alto índice de endividamento pode ser reflexo de um consumo excessivo e perante esta situação, Muller (2010), afirma que os indivíduos contraem dívidas e acabam por comprometer uma parcela considerável dos seus vencimentos, afetando muitas vezes o incumprimento com os seus compromissos financeiros. Estes indivíduos trabalham para pagar as suas dívidas e nem sempre têm aptidões para gerir o dinheiro que ganham, por exemplo construindo um planeamento financeiro com os seus objetivos. Assim, muitos indivíduos conseguem recuperar o equilíbrio das suas vidas, outros necessitam de ajuda e muitos terão de carregar consigo o estigma de eternos endividados.

Pela perspetiva de Morais (2013), é necessário seguir uma ideia de cultura, visto que estamos diante de um facto transmitido e não inato. A noção de cultura inclui pontos tangíveis e intangíveis. Os pontos tangíveis estão associados a crenças, ideias e valores que integram o teor da cultura, os pontos intangíveis estão associados com os objetos, os símbolos ou a tecnologia.

O sobre-endividamento é uma situação em que o devedor não consegue fazer face aos seus compromissos financeiros. Normalmente resulta de um excessivo recurso ao crédito ou em particular no caso das famílias poderá resultar de situações que não foram previstas como por exemplo o desemprego, divórcio ou doença. Tendo como principal consequência o pagamento de juros de mora, encargos e comissões aumentando assim o valor da dívida, comunicação ao Banco de Portugal, ação judicial que levará à penhora de vencimentos ou à venda de bens através do tribunal e/ou no caso de existir fiadores, poderá ser exigido o valor em dívida aos fiadores.

Se analisarmos a tendência do endividamento, para além das implicações ao nível social e dos problemas que o sobre-endividamento acarreta no sector da economia, existe também, um aumento de casos de famílias incapazes de cumprir os seus compromissos financeiros e que posteriormente afeta os níveis de confiança para o normal funcionamento do mercado de crédito. As famílias em risco do sobre-endividamento são mais cautelosas em relação aos possíveis rendimentos futuros que poderão vir a ter e por isso, acaba por existir uma diminuição do consumo privado, que se faz sentir diretamente no abrandamento do crescimento do PIB, ou seja, no abrandamento do crescimento económico (OEC, 2002).

Da crise económica e financeira vivenciada por Portugal durante estes anos resultaram elevados níveis de desemprego, cortes salariais e uma política de austeridade rígida que favoreceu o aumento das dificuldades financeiras das famílias. Por sua vez, verificou-se uma perda de confiança por parte das instituições de crédito que se refletiu no decréscimo do nível de oferta de crédito (habitação e consumo). Os bancos deixaram de se conseguir financiar e tiveram que vender os seus ativos a preços baixos e a reduzir a concessão de crédito, por sua vez, os preços de ativos semelhantes desceram, o que reduziu ainda mais o capital disponível e a concessão de crédito. Desta forma, estes factos fizeram surgir no mercado uma crise de confiança, um crescimento da poupança, uma diminuição do consumo privado, nomeadamente, a procura de bens duradouros (por exemplo, automóveis) e o investimento imobiliário (particularmente, o destinado à habitação) registou uma forte queda.

2.2.2. Endividamento das Empresas Portuguesas

Em 2010, o nível de encargos das empresas portuguesas encontrava-se bastante elevado, uma grande parte das empresas tinha encargos com empréstimos a entidades financeiras, no entanto, o início da crise económico-financeira fez com que as capacidades de pagamento se tornassem mais precárias.

Ao efetuar uma análise a empresas, é importante verificar qual o nível de financiamento que estas empresas enfrentam, isto é, em que medida as empresas recorrem ao financiamento externo. O rácio de endividamento apura a extensão com que a empresa utiliza capital alheio no financiamento das atividades e está baseado em valores contabilísticos.

É necessário verificar os níveis de dívida para que esta não se torne irreversível. A dívida não pode ser um obstáculo ao crescimento e é importante estar ciente que elevados níveis de dívida podem gerar eventual descontrolo financeiro uma vez que os empréstimos poderão criar alguma vulnerabilidade em termos de cumprimento futuro das responsabilidades financeiras.

De acordo com a teoria do trade-off, a empresa procura o equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios de emissão de dívida, instituindo uma meta de endividamento, que procura atingir de forma a equilibrar os benefícios fiscais com os custos de falência associados à dívida.

A teoria da hierarquia das fontes de financiamento, dá preferência ao financiamento interno, seguindo-se a emissão de dívida e por último à emissão de ações, deixando para segundo plano o benefício fiscal dos juros de financiamento.

De acordo com Ross (1977), o modelo assimétrico de informação procura criar uma maior alavancagem para as empresas mais lucrativas. Isto porque, o endividamento constitui para o mercado um sinal positivo, ou seja, se as empresas se endividam é porque preveem fluxos de caixa suficientes para liquidar a dívida.

Já o modelo de Miller (1977) é fundamentado em pressupostos pouco realistas, considerando que o endividamento não oferece risco, excluiu os custos de falência do estudo e prevê que a poupança fiscal marginal não depende do montante das dívidas. Também não considerou a hipótese de a empresa recorrer a outros benefícios fiscais, para além dos de endividamento. Ao contrário de Miller (1977), DeAngelo e Masulis (1980) consideram que os benefícios fiscais resultantes da dívida são limitados, apresentam vários benefícios fiscais não relacionados com a dívida, tais como a amortização do imobilizado, contribuições para fundos de pensões, entre outros. Estes autores, explicam também que o endividamento só é favorável para a empresa, quando esta pode usufruir da vantagem da dedução dos juros, pois se os resultados forem incapazes para aproveitar todas as fontes de poupança fiscal, o endividamento reduz o valor da empresa. Portanto os autores consideram que o benefício fiscal resultante da dívida e o benefício fiscal de outras fontes de endividamento atuam como substitutos entre si, conduzindo a assumir que o nível de endividamento de uma empresa deverá estar negativamente associado com o nível de benefícios fiscais.

De acordo com a teoria de Modigliani e Miller (1963, p.442) dizem que:

Será útil lembrar os leitores, que a existência de benefícios fiscais (...) não significa necessariamente que as empresas devam sempre usar o máximo de endividamento possível na sua estrutura de capital (...) existem, limitações impostas pelos credores (...) assim como muitas outras dimensões (e tipos de custos) nos problemas de estratégia financeira que surgem na vida real.

Sendo assim, se um aumento do endividamento da empresa origina um aumento do seu valor, este mesmo aumento de endividamento provoca custos de falência diretos e indiretos que diminuem esse valor. Então, é muito importante que se mantenha um equilíbrio entre os benefícios fiscais (endividamento) e o risco de falência (Peterson 1994).

DeAngelo e Masulis (1980) divulgam que a presença de outros benefícios fiscais além da dívida acompanha a um equilíbrio de mercado onde cada empresa poderá explicar

um nível de endividamento ótimo, devido unicamente à interação do tratamento fiscal do rendimento da empresa e das pessoas.

Para Gitman (2004, citado por Williams, 2009)², o nível de endividamento de uma empresa mostra o volume de dinheiro investido terceiros usado para gerar lucros. Em termos gerais, quanto maior o uso de dinheiro de terceiros a um custo fixo, maior o risco de retorno destes recursos. Para o autor, o endividamento geral mostra quanto dos ativos totais foi suportado pelos credores da empresa.

Brealey, Myers, & Allen (2007), têm a mesma opinião que Durand, em relação à minimização do custo médio ponderado do capital, apoiando o pressuposto de que a taxa de rendibilidade esperada ou exigida pelos acionistas tem um aumento ligeiro ou nulo com um maior endividamento. Assim, à medida que o rácio da dívida aumenta, o custo médio ponderado do capital diminui até ao ponto ótimo da estrutura de capital.

Como referem Brealey et al. (2007), as empresas com maior nível de ativos tangíveis, com poucas oportunidades de investimento e com lucros mais elevados, apresentam melhores garantias para os agentes financeiros, o que as leva a obter financiamento com menores custos associados, permitindo ter um endividamento maior. Contudo, as empresas com um nível de ativos tangíveis baixo, oportunidades de investimento de alto risco e lucros coerentes com a média do seu ramo de atividade, tendem a ter um endividamento mais baixo face a maiores custos associados à dívida. Assim, o aumento do nível da dívida da empresa aumenta os custos de falência e reduz o valor da empresa. Contudo, quanto maior for o endividamento da empresa, maior é o risco financeiro. Deste modo, os investidores vão esperar um retorno maior (juros) sobre o capital fornecido à empresa.

O risco de falência que as empresas enfrentam pode levar a um aumento dos custos de endividamento externo e da dificuldade de acesso ao crédito e isto indica um aumento do custo do capital. Assim, pode-se dizer que o aumento das taxas de juro concedidas pelas instituições financeiras aumenta a probabilidade de falência da empresa e os seus custos de falência (Demir et al. 2008).

Limeira et al. (2008, citado por Williams, 2009)³ indicam que os índices estruturais de capital apresentam segurança para uma entidade aos capitais de terceiros. Para os autores, os principais índices são o endividamento geral, que apresenta a empresa que

² Gitman, L.J. (2004), *Princípios da Administração Financeira*. Person Addison Wesley, Brasil.

³ Limeira, A. L. F.; Silva, C. A. S.; Vieira, C.; Silva, R. N. S. (2008). *Contabilidade para Executivos*, 8ª. Ed. Rio de Janeiro: Editora FGV.

tem maior dependência em capital próprio ou capital alheio para o financiamento do ativo e pela constituição do endividamento, que divulga como estão compostas as dívidas da empresa com terceiros, ou seja, se está a curto ou em longo prazo.

De acordo com Fernandes et al. (2012), o rácio de endividamento é complementar ao de autonomia financeira, uma vez que determina a dependência da empresa face ao capital alheio, representando dessa forma, a proporção do passivo no total das fontes de financiamento da empresa.

Segundo Ferrão (2012), o recurso ao endividamento pode concretizar oportunidades de investimento. Por outro lado, considerando que para baixos níveis de endividamento, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, a utilização de capital alheio na estrutura de capital faz baixar o custo médio do capital, o que leva a que mais projetos e mais decisões de investimento se tornem atrativas. Estas situações acontecem com as empresas, aumentando-lhes as responsabilidades com terceiros, o risco financeiro e a possibilidade de não conseguir corresponder aos compromissos futuros. «Quanto maior é a dependência de capitais externos, menor é a capacidade de resistência da tesouraria da empresa às adversidades do mercado» (Ferrão 2012, p.2).

Segundo Caetano (2013), os avanços na banca e a consolidação dos capitais dos bancos são fatores positivos, mas não são suficientes para escapar do aparecimento de uma nova crise caso as taxas de crescimento continuem a abrandar. Se se confirmar uma deterioração do ambiente de crescimento ou caso haja um abrandamento da política orçamental nos países mais endividados isso poderá ter impacto sobre alguns mercados emitentes de dívida na zona euro.

As taxas de juro médias e spreads enfrentados pelas empresas portuguesas aumentaram de forma muito acentuada em 2011 e 2012, tornando-se cerca de 3,5 p.p. superiores às taxas de juro enfrentadas pelas empresas francesas ou alemãs e 2 p.p. acima das taxas de juro suportadas pelas empresas espanholas, italianas e irlandesas (Leão, 2014).

Outro fator, agora não fiscal, que pode levar as empresas a optar pelo financiamento recorrendo a capitais alheios está ligado ao facto de que o detentor do capital próprio só tem direito ao remanescente do capital após a solvência de todos os compromissos financeiros. E em caso de liquidação ou dissolução, o credor tem direito e prioridade no recebimento da sua dívida em relação ao detentor do capital. Também, no financiamento por capital alheio existe ainda uma data de maturidade da dívida enquanto que no caso de financiamento por capitais próprios o período de maturidade é infinito. Contudo, não se deve esquecer que os detentores do capital têm o direito ao controlo e gestão da

empresa, ao contrário dos credores que nada influenciam a política de gestão e estratégia da empresa.

De acordo com o estudo efetuado por Oliveira (2015, p. 20-21), com base no estudo de Myers & Majluf (1984) sobre a assimetria informacional, surgiu a teoria da hierarquização das fontes de financiamento, evidenciou uma hierarquia de preferências na escolha das fontes de financiamento conforme descrita também por Brealey, Myers, & Allen (2007):

1. As empresas preferem o autofinanciamento;
2. Adaptam os seus objetivos para rácios de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento, tentando simultaneamente evitar modificações súbitas nos dividendos;
3. Políticas de manutenção de rácios de distribuição de dividendos e flutuações não previsíveis tanto do nível de lucratividade como do das oportunidades de investimento significam que os fundos gerados internamente ora são superiores às necessidades de investimento, ora são inferiores. Se forem superiores, a empresa amortiza a dívida ou investe em valores mobiliários negociáveis. Se forem inferiores, a empresa começa por pagar através do saldo de tesouraria ou por vender a sua carteira de valores mobiliários negociáveis;
4. Se for necessário recorrer a financiamento externo, as empresas começam por emitir os valores mobiliários mais seguros. Ou seja, começam pela dívida, depois emitem eventualmente títulos híbridos, como obrigações convertíveis, e a seguir, como último recurso, emitem ações.

De acordo com Brealey, Myers, & Allen (2007), esta teoria elucida a razão pela qual as empresas mais rentáveis utilizam menos o recurso a capital alheio, sendo que ao ter capital próprio disponível para poder financiar os seus projetos, acabam por não recorrer a capital alheio e por isso o rácio de endividamento diminui.

Verifica-se ao longo dos últimos anos que os níveis elevados de endividamento das empresas correspondem também a níveis elevados de endividamento do estado.

Conforme refere Leão (2014), o Estado até ao ano de 2010 acumulou sucessivos défices próximos dos 10% do PIB conduzindo a um aumento do endividamento da economia portuguesa, encontrando-se bastante vulnerável e dependente do financiamento externo. Esta situação levou ao aparecimento da Troika, trazendo alguma recessão ao país com o aperto de algumas medidas de austeridade significativas, que levaram a restrições no consumo, ao aumento das taxas de juros e tendo um grande impacto nas empresas devido a esta situação.

Portugal em 2010 foi forçado a solicitar ajuda externa, quando se viu sem possibilidade de financiar os seus défices e de suportar as elevadas taxas de juro dos mercados. Em contrapartida, teve de implementar reformas económicas/estruturais e medidas de austeridade com o objetivo de tornar a sua economia mais competitiva e diminuir o seu endividamento (Bico, 2016).

2.3. Estrutura de Capital

A estrutura de capital avalia como são financiadas as aplicações de fundos, ou seja, qual a parte que é suportada por capitais próprios e qual a parte que é suportada por capitais alheios. Por este motivo a Autonomia Financeira é um dos principais rácios que mede a estrutura de capital e por isso faz todo o sentido estudá-la tal como algumas das condicionantes da Estrutura de Capital.

A estrutura de capital ótima tem várias opiniões que relacionam a melhor combinação entre capital próprio e alheio de forma a suprir as suas necessidades financeiras, com o objetivo de maximizar o seu valor. Existem várias condicionantes da estrutura de capital sendo que irei aprofundar quatro delas: Dimensão, Tangibilidade, Risco, oportunidades de crescimento e a Rendibilidade.

Em 1963, Modigliani e Miller adaptaram uma teoria já pensada em 1958, que ficou conhecida como Teoria do Efeito Fiscal e tem diferenças relativamente à anterior porque os autores inseriram a vertente fiscal na sua investigação. E por isso, chegaram à conclusão de que os juros relativos ao endividamento da empresa podiam diminuir em termos fiscais e sendo assim, a estrutura de capital passaria a ter relevância na determinação do valor da empresa, pois o endividamento leva à diminuição do custo médio ponderado de capital e por isso, aumenta o valor da empresa que é maximizado quando o valor do endividamento é máximo, uma vez que os juros de dívida dedutíveis fiscalmente diminuem o valor do imposto a pagar.

Ross (1977) fez referência à presença de uma relação positiva entre a rendibilidade e o endividamento, defendendo que uma estrutura de capital mais endividada poderia assinalar a expectativa de resultados positivos no futuro.

Myers (2001) e Brandley, Jarrell & Kim (1984) referem que o facto de se poder conseguir uma estrutura de capital ótima quando os benefícios fiscais da dívida igualam os custos de falência e os problemas de agência. Esta situação pode-se explicar, sendo que para um determinado nível de capital alheio na estrutura de capitais de uma empresa, os

custos de falência passam a ser significativos, cobrindo os respetivos benefícios fiscais. E por isso, a possibilidade da empresa falir é crescente com o seu grau de endividamento. Ou seja, à medida que o endividamento de uma empresa aumenta, os seus benefícios fiscais também aumentam, mas quando o endividamento aumenta, o risco também é mais elevado, sendo que este valor é equilibrado pelo benefício fiscal da dívida. Brigham & Houston (1999) referem que à medida que o capital alheio aumenta, os custos relativos com a falência tornam-se alarmantes e os benefícios fiscais resultantes do endividamento são reduzidos.

Segundo Maquieira & Vieito (2010, citado por Peixoto 2017)⁴ a estrutura de capital ótima comporta na escolha da mais adequada forma para se financiar, seja por fundos internos ou externos. A teoria da estrutura de capital reconhece o nível ideal de endividamento por forma a maximizar o valor de mercado de uma empresa⁵ e subsequentemente, minimizando problemas financeiros como a falta de liquidez. Ou seja, a maneira mais adequada da empresa dividir os seus recursos é combinando capital próprio com capital alheio, entrando numa ótica de maximização do seu valor e minimização do custo médio ponderado de capital (WACC)⁶.

Durand (1952), que é um dos primeiros autores a tratar o tema da estrutura de capital, defende que deverá ter uma combinação ótima entre o rácio do capital próprio e capital alheio, com o objetivo de possibilitar que o custo de capital seja minimizado e naturalmente, que o valor de mercado da empresa seja maximizado. O autor considera que, para um nível moderado de endividamento, o custo da dívida não sofre alterações enquanto o custo do capital próprio vai aumentando à medida que a empresa adiciona capital alheio na sua estrutura de capital, de modo a equilibrar o aumento de risco financeiro resultante do endividamento. A estrutura de capital ótima é o ponto em que o custo médio ponderado de capital atinge o mínimo, obtendo assim a maximização do valor da empresa. Apesar disso, o autor alerta que as empresas correm risco de falência se o nível de dívida for muito elevado, pois o risco para credores e acionistas é elevado, o que implica um aumento do custo das fontes de financiamento.

Em suma, esta abordagem tradicional é auxiliada por alguns administradores financeiros, contudo, carece de uma base teórica e de um modelo de demonstração formal que a sustentem.

⁴ Maquieira, C.P. & Vieito, J.P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.

⁵ Valor de Mercado da Empresa = Valor do Capital Próprio + Valor da Dívida Financeira

⁶ Resultado da forma como o ativo de uma empresa é financiado, isto é, da proporção usada nas diferentes formas de financiamento (ações ordinárias e preferenciais, bem como dívida) e do seu custo.

Titman e Wessels, (1988 citado por Costa, 2015)⁷ procuraram uma investigação com o objetivo de definir variáveis inobserváveis. Assim, sugeriram identificar de que forma as determinantes podem afetar as opções, para uma empresa ter uma estrutura de capitais ótima: composição do ativo, outros benefícios fiscais, crescimento, *uniqueness* (raridade do produto), classificação indústria, dimensão, risco de negócio (volatilidade dos resultados) e rentabilidade. Os resultados não foram conclusivos, no entanto, o tema ficou em aberto se o modelo de mensuração, de facto, capta os aspetos pertinentes dos atributos sugeridos por outras teorias.

Harris e Raviv (1991 citado por Costa, 2015)⁸, examinaram os seguintes fatores: ativo fixo, economias fiscais, oportunidades de crescimento, dimensão, volatilidade, despesas com publicidade, investigação e desenvolvimento, probabilidade de falência, rentabilidade e *uniqueness*. Rajan e Zingales (1995) investigaram a escolha das determinantes da estrutura de capital na decisão das empresas cotadas nos maiores países industrializados, testando alguns dos fatores referidos por Harris e Raviv (1991). As conclusões mais unânimes nos vários estudos empíricos, concluem que o endividamento é negativamente afetado por: volatilidade; despesas de publicidade; despesas de investigação e desenvolvimento; rentabilidade; e *uniqueness*. É afetada positivamente pelos ativos; oportunidades de crescimento; dimensão e economias fiscais.

A estrutura de capital está relacionada com os capitais financeiros, conseguindo estes ser obtidos através de três tipos de fontes: investidores em património líquido, que compram ações da empresa, investidores em títulos de dívida a longo prazo, fornecedores de mercadoria a crédito ou empréstimos a curto prazo (Spiro, 1991).

Vários são os estudos que desenvolvem o tema da estrutura de capital ótima, no entanto, apesar destas inúmeras teorias, verifica-se que não existe uma base teórica consolidada que explique a estrutura de capital que as empresas utilizam (Silva, 2009).

No desenvolvimento do estudo de Junior (2012), o objetivo focou-se essencialmente em comparar as estruturas de capitais das PME's e das grandes empresas, com o objetivo de reconhecer as principais diferenças entre elas, mas também averiguar as principais teorias que se dedicam a este tema. Este estudo concluiu que nas grandes empresas, as determinantes que influenciam o endividamento total são o risco de negócio, a dimensão, a rentabilidade e o crescimento. Já nas PME's, são determinantes do

⁷ Titman, S. & Wessels, R. (1988). *The determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance.

⁸ Harris, M. e Raviv, A. (1991). *Capital Structure and the information role of finance*, 46.

endividamento total as variáveis de risco de negócio e a rentabilidade. Numa vertente de médio longo prazo, a variável dimensão; composição do ativo; rentabilidade e crescimento são determinantes para as empresas de grande dimensão, o que para as PME's, as determinantes apontadas são o risco; dimensão; composição do ativo e rentabilidade. Relativamente às teorias dominantes, confirmou a hipótese da *Pecking Order* nos dois tipos de empresa.

2.3.1. Autonomia Financeira

Dado que Autonomia Financeira é por excelência um dos rácios que define a estrutura de Capital, ou seja, identifica qual é a percentagem do ativo financiada por capitais próprios, por diferença, dá-nos o rácio de endividamento a percentagem financiada por capitais alheios.

Segundo Myers e Majluf (1984), uma empresa para aumentar capital é dado como um mau sinal para os investidores, e por isso, esta deveria ser considerada como a última opção a ser tomada. Assim, de forma a evitarem situações de assimetria de informação as empresas optam em primeiro lugar por recorrer ao autofinanciamento, conforme os vários estudos de Harris & Raviv, 1991; Leary & Roberts, 2005; Vos & Shen, 2007 e Frank & Goyal, 2009.

Carrilho et al. (2005) referenciam que o rácio de autonomia financeira é um rácio de grande relevância na análise de financiamento, pois indica a capacidade que a empresa tem para contrair empréstimos a médio e longo prazo suportados pelos capitais próprios. De acordo com os autores acima citados, uma baixa autonomia financeira torna a empresa dependente de outros, aumentando o risco financeiro da mesma.

Vieira e Novo (2010, citado por Almeida, 2016)⁹, analisaram as estruturas de capital das PME's portuguesas, entre 2000 e 2005 e chegaram à conclusão de que a teoria que melhor esclarecia a estrutura de capital era a *Pecking Order Theory*. De acordo com os resultados obtidos, a capacidade de endividamento das empresas aumenta com a sua dimensão, existindo uma relação positiva entre o risco e o endividamento de longo prazo e uma relação negativa entre a rentabilidade do ativo e o endividamento.

Segundo Neves (2011), a Autonomia Financeira mostra a participação do capital próprio no financiamento da empresa, variando entre zero e um, sendo que quando apresenta valores próximos de um, a empresa é menos dependente de capitais alheios, ou seja,

⁹ Vieira, Elisabete Simões e Novo, António João, (2010). A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português. Estudos do ISCA.

é financiada por capitais próprios, não existindo dívidas a terceiros. Assim, quanto maior for o nível dos Capitais Próprios, maior o nível de autonomia financeira da empresa.

A autonomia financeira de uma empresa traduz-se na capacidade dessa empresa em financiar o ativo através dos seus capitais próprios, sem ter de recorrer a empréstimos (capital alheio). É um indicador particularmente valorizado pelos analistas de crédito (Fernandes et al, 2012).

Este rácio procura analisar a situação em termos de médio e longo prazo, e por essa razão, não aparece na separação entre passivo de curto e de longo prazo (Breia et al, 2014).

Assumindo o capital próprio como o património líquido da empresa, então, quanto maior for o montante do capital próprio, maior a probabilidade de que os ativos da empresa consigam, em caso de liquidação, cobrir a totalidade das responsabilidades da empresa, incluindo o crédito a conceder pela instituição financeira.

Sendo o rácio da Autonomia Financeira um rácio que exprime a solidez financeira da empresa e a sua capacidade para fazer face aos seus compromissos não correntes, o rácio de endividamento acaba por ser complementar a este mesmo rácio, analisando o grau de endividamento.

2.3.2. Dimensão da empresa

A Dimensão de uma empresa é bastante importante e determinante no caso de necessitar de pedir um empréstimo na banca, pois é fácil de compreendermos que uma empresa grande consegue ter mais facilidade na obtenção de um crédito do que uma pequena e por esta razão, a Dimensão é uma determinante da Estrutura de Capital.

Segundo Titman e Wessels (1988, citado por Almeida, 2016, p.45)¹⁰:

Como Rajan e Zingales (1995) apontam uma relação positiva da dimensão com o endividamento, porque as empresas maiores serão mais diversificadas e terão assim uma menor probabilidade de falência. Vieira e Novo (2010) confirmaram essa relação positiva com o endividamento de longo prazo nas PME portuguesas. Também Sogorb Mira (2002) confirmou que o endividamento aumenta com a dimensão da empresa quando analisou 6482 PME espanholas entre 1994 e 1998. No entanto, Kim e Sorensen (1986) encontraram uma relação negativa, Rajan e

¹⁰ Titman, Sheridan e Wessels, Roberto (1988). *The determinants of capital structure choice*. The Journal of Finance.

Zingales (1985) verificaram que na Alemanha as empresas mais pequenas apresentavam níveis de endividamento significativamente superiores aos das empresas maiores e no estudo levado a cabo por Titman e Wessels (1988) e por Esperança *et al.* (2003) os rácios de dívida de curto prazo mostraram-se negativamente relacionados com a dimensão. Na opinião dos autores tal facto poderá indicar que os custos de transação podem ser uma determinante importante na escolha da estrutura de capital. Os resultados obtidos refletem os elevados custos de transação que as pequenas empresas enfrentam quando emitem instrumentos financeiros de longo prazo.

Esta variável pode, igualmente, ser utilizada para explicar os custos de agência e teoria da *pecking order*.

Segundo Costa (2015), a capacidade de endividamento aumenta no mesmo sentido que a empresa cresce. Esta afirmação é verdadeira, com base no pressuposto de que, segundo Titman e Wessels (1988), as grandes empresas tendem a ser mais diferenciadas quanto ao risco e menos propensas a falência, no entanto estes fundamentos sugerem que as grandes empresas podem ser mais endividadas. No mesmo sentido, Rajan e Zingales (1995), indicam que empresas grandes têm uma menor possibilidade de falência. Contrariamente, menciona também que a dimensão pode ainda determinar-se como um proxy para a teoria de assimetria de informação, uma vez que quanto maior o tamanho da empresa, menor será a assimetria de informação entre os *insiders* e os investidores, por isso, torna-se mais fácil o acesso a capitais próprios da empresa, reduzindo assim, a quantidade de dívida utilizada.

De acordo com Carvalho (2016), em Portugal tem sido evidenciado uma sucessiva preocupação governamental em relação ao desempenho das empresas de menor dimensão. Porém, a abordagem política que tem sido efetuada é com recurso à disponibilização de financiamentos com condições especiais em prejuízo do recurso ao capital de risco e ao mercado de capitais. Com o objetivo de incentivar a concessão de crédito, criando condições para a redução dos custos de financiamento das empresas, em particular das PME's e um maior equilíbrio da sua estrutura de financiamento, especialmente pela obtenção de garantias que permitam o acesso a empréstimos com prazos adequados aos ciclos de exploração das empresas e à execução dos investimentos necessários ao seu progresso.

De acordo com Almeida (2016, p. 44) a dimensão está:

Entre as variáveis mais estudadas na literatura empírica. Scott (1976) defendeu que as empresas de maior dimensão acedem mais facilmente ao mercado de capitais, diversificam mais o seu negócio (menor risco) e pagam menores taxas de juro,

podendo endividar-se mais (relação positiva). Para os defensores da teoria *trade-off*, nas empresas maiores a probabilidade de falência é menor, o que se traduz numa maior capacidade de assumir dívida. Para os modelos baseados na assimetria de informação (*pecking order*) as empresas de maior dimensão estão sujeitas a menor assimetria de informação, o que favorece o endividamento.

2.3.3. Tangibilidade

A Tangibilidade também é uma determinante da estrutura de capital, pois uma empresa que tenha muitos Ativos Fixos Tangíveis tem mais facilidade de obter crédito porque consegue dar como garantia bancária, estes mesmos bens e o risco do banco acaba por ser mais baixo.

Scott et al. (1976), é de opinião que a existência de ativos, que possam ser utilizados como garantia, aumenta a probabilidade de emissão de dívida, reduzindo os custos de agência dessa mesma dívida. Assim sendo, quanto maior a garantia que a empresa oferece, será menor a probabilidade de incumprimento. Acredita-se então, uma relação negativa com o endividamento. Esta variável mede a composição do ativo da empresa e calcula-se a partir do rácio dos ativos tangíveis sobre o total do ativo.

De acordo com Harris e Raviv (1990 citado por Rogão, 2006)¹¹, tendo em conta os problemas de agência entre os gestores e os acionistas, estes sugerem que empresas com maior volume de ativos tangíveis podem apresentar um nível superior de endividamento. Os autores Brigham e Houston (1999) referenciaram que os ativos, semelhantes a alguns sectores de atividade, podem ter garantias fiáveis na contração de empréstimos, pois apresentam níveis de liquidação mais elevados comparativamente aos ativos de um determinado sector de atividade, contribuindo para a diminuição dos problemas de agência entre os gestores e os credores da empresa.

De acordo com os autores mencionados anteriormente, Almeida (2016) também é de opinião que a teoria do *trade-off* gera mais confiança nos credores devido a possuírem mais ativos tangíveis o que cria condições de prestar garantias, diminuindo o risco dos credores e facilitando o acesso à dívida, o que aumenta o endividamento. Os ativos fixos tangíveis, ao serem facilmente calculáveis, em caso de insolvência podem ser vendidos, o que poderá reduzir os custos de falência. Com estes argumentos espera-

¹¹ Harris, M. e Raviv (1990). *Capital structure and the informational role of debt*. The Journal of Finance, Vol. 45, N.º 2.

se uma relação com o endividamento positiva. Esta relação positiva foi confirmada por Simões e Silva (2003) e por Sogorb Mira (2002).

De acordo com Almeida (2016, p.47):

Os ativos fixos das empresas estão divididos em ativos tangíveis (edifícios, máquinas, equipamentos) e intangíveis (patentes, direitos, entre outros). Para Myers (1977), Scott (1977), Titman e Wessels (1988), Harris e Raviv (1990) e Rajan e Zingales (1995) os ativos fixos tangíveis (ao contrário dos intangíveis) podem ser dados como garantia (colateral), reduzem os custos de agência e ainda os de falência porque têm maior valor de liquidação.

2.3.4. Riscos

Quando falamos na gestão de um negócio, um dos pontos mais importantes que deve ser tratado é perceber quais os riscos empresariais que podem advir. Erros e acidentes acontecem, mas quando isso ocorre a empresa normalmente perde produtividade, dinheiro e em alguns casos, prejudica sua imagem no mercado. A maioria das falhas pode ser evitada essencialmente se houver planeamentos, por isso prever, avaliar e controlar são importantes tarefas de forma a que a organização possa ser eficiente e consiga manter seus sistemas otimizados.

O risco económico, tem origem em todos os motivos que afetam o resultado da exploração e que fazem com que a empresa não tenha possibilidade de garantir a segurança deste resultado (Suárez, 1977).

De acordo com Kim e Sorensen (1986, citado por Almeida, 2016)¹² referem que quando os custos de insolvência são reduzidos a relação entre risco e endividamento é positiva, mas negativa quando esses custos assumem valores consideráveis na estrutura de custos da empresa. Uma forma de combater o risco de negócio (na parte não relacionada com os fatores macroeconómicos) é a diversificação da atividade, o que não é fácil no caso das PME.

Harris & Raviv (1991, citado por Semedo, 2015)¹³ defendem que quando os gestores das empresas possuem informações que os investidores não têm, tais como retornos

¹² Kim, Wi Saeng e Sorensen, Eric H. (1986). *Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy*. Journal of Financial and quantitative analysis.

¹³ Harris, M. e Raviv, A. (1991). *Capital Structure and the information role of finance*, 46.

previstos, os riscos envolvidos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais, existe assimetria de informação. A informação assimétrica originou duas correntes: a teoria da sinalização e a teoria *Pecking Order*.

O risco económico acaba por estar mais relacionado à adaptação dos recursos à atividade da empresa: o seu conhecimento técnico, comercial, os instrumentos de produção e de distribuição, os seus recursos humanos e de gestão, e as características do meio em que ela evolui, ou seja, os seus pontos críticos de sucesso (Brie, 1993).

De acordo com Fernandes et al (2012), o risco económico transpõe a eventualidade do resultado operacional não ir de encontro aos objetivos da empresa. O que significa que existe probabilidade dos rendimentos e ganhos operacionais não serem suficientes para cobrir os gastos ou perdas operacionais.

Segundo Breia, Mata e Pereira (2014), o risco económico advém de fatores exógenos à empresa relacionados com o enquadramento macroeconómico (fatores económicos, políticos, sociais) e condicionantes ao nível do sector de atividade (estrutura competitiva no sector) com impacto no seu volume de negócios.

De acordo com Neves (2012), o risco de negócio está relacionado com a gestão de exploração da empresa, querendo dizer assim, que o risco de negócio engloba o risco económico e o risco operacional (tecnologia, logística, e outros aspetos que influenciam a estrutura de custo das empresas).

De acordo com Costa (2015), as empresas com um elevado risco de negócio procuram reduzir o nível de endividamento na sua estrutura. Segundo Bradley et al. (1984), o risco está interligado com o grau de dúvida e volatilidade de negócio e a possibilidade de a empresa poder entrar em incumprimento com os seus encargos financeiros. Segundo Novo (2009), as discordâncias atribuem-se com as dificuldades em esclarecer modos capazes de calcular o risco. O risco de negócio está relacionado com um grau de incerteza nos retornos futuros, em que se traduz na capacidade de gerar resultados positivos ou negativos, cumprindo com os seus compromissos financeiros.

Segundo Baker, Bradley, & Wurgler (2011, citado por Figueiredo, 2014)¹⁴, num mercado eficiente, estes exigem rendibilidades esperadas superiores, quando acontecem investimentos com um nível de risco superior. Assim, para uma dada rendibilidade, o

¹⁴ Baker, M., Bradley, B., & Wurgler, J. (2011). *Benchmarks as Limits to Arbitrage: Understanding the Low-Volatility Anomaly*. Financial Analysts Journal,

investidor irá escolher o investimento que minimize o risco, e para um dado risco, irá escolher pela alternativa que lhe permita maximizar a rentabilidade.

De acordo com a explicação de Alves (2016), o risco financeiro impossibilita, a empresa a obter resultados operacionais suficientes para cobrir os juros suportados e outros gastos de financiamento, sendo um indicador desse risco o Grau de Alavancagem da Atividade de Financiamento (GAAF). Este rácio define-se pela variação percentual que ocorre nos resultados antes de impostos resultante de uma variação percentual nos resultados operacionais e quanto maior o GAAF maior o risco financeiro. Ou seja, uma empresa com alto endividamento sustenta maiores gastos de financiamento estando, por isso, exposta a um maior risco financeiro.

Alves (2016) interpreta que o risco de negócio pode ser avaliado pelo rácio do Grau de Alavancagem da Atividade de Exploração (GAEE) revela assim, em que medida uma variação percentual dos resultados de exploração é justificada por uma variação percentual do volume de atividade. Os gastos fixos conseguem determinar a variação do nível de atividade desafia uma variação não proporcional do resultado de exploração. Assim, nesta situação se o volume de negócios aumenta, como os gastos fixos se mantêm iguais e se diluem por um maior número de produtos vendidos, o custo médio diminui, pelo que a variação percentual dos resultados será proporcionalmente maior que a variação percentual do volume de negócios. A este fenómeno é chamado de efeito económico de alavancagem pois o risco económico será tanto maior quanto maior o grau de alavancagem da atividade de exploração.

Alves (2016) acredita que o risco global coincide com o risco económico e o risco financeiro de uma empresa, que pode ser medido pelo Grau de Alavancagem Combinada (GAC). E salienta que o risco de negócio e o risco financeiro não são completamente independentes, isto porque, no caso de grau elevado de endividamento existe a possibilidade de provocar o receio de falência, com consequências ao nível da atividade operacional. Por exemplo, esse receio de falência poderá levar à redução das encomendas dos clientes, a uma exigência superior dos fornecedores quanto às condições de pagamento, possíveis dificuldades em determinados abastecimentos e à saída de alguns colaboradores, situações que se traduzem espontaneamente com o aumento do risco de negócio.

Segundo Almeida (2016, p. 49):

Devido aos custos de falência e de agência quer a teoria *trade-off* quer a teoria de agência relacionam o risco e o endividamento de forma inversa. Um maior risco pode colocar em causa a capacidade da empresa em assumir os seus

compromissos, nomeadamente os custos de financiamento, o que fará com que se endivide menos.

2.3.5. Oportunidades de crescimento

De acordo com Ross (1977 citado por Almeida, 2016)¹⁵, um alto crescimento favorece o endividamento pois os credores acabam por dar melhores condições de crédito por considerarem que a empresa não irá falir. Baskin (1989) ao provar a teoria da hierarquia das fontes de financiamento acredita que o endividamento é influenciado positivamente pelo crescimento, isto porque, depois de acabar os recursos gerados internamente, seguirá para a opção do financiamento externo. As empresas em períodos de elevado crescimento não geram, a nível interno os recursos necessários ao investimento, o que promove o endividamento. Esta relação positiva foi confirmada por Jorge e Armada (2001), Sogorb Mira (2002), Esperança *et al.*, (2003) e Simões e Silva (2003).

De acordo com Ross (1977), as oportunidades de crescimento proveem da capacidade de investir permitindo que os investidores, acionistas e credores façam uma avaliação da empresa, como por exemplo a probabilidade de falência. Para alguns autores como Fama & French (2002), Frank & Goyal (2007), Stulz (1990, citado por Noulas & Genimakis, 2011)¹⁶ existe uma relação negativa entre o endividamento e as oportunidades de crescimento, pois os níveis mais elevados de falência estão associados às empresas com maiores oportunidades de crescimento. No entanto para Novo & Vieira (2010) e Poornima & Manokaran (2012), existe uma relação positiva entre o crescimento e a dívida de médio e longo prazo, pois as empresas que apresentam um maior crescimento procuram recorrer a fundos externos, considerando que não possuem capacidades internas para se financiar. No entanto, estas oportunidades podem provocar conflitos entre gestores e credores, mas para evitar esses custos, as empresas podem recorrer a dívida de curto prazo. Desta forma, espera-se uma relação positiva entre o endividamento e as oportunidades de crescimento.

De acordo com Myers (2001), os gestores devem analisar os benefícios fiscais, pois uma elevada rentabilidade mostra que a empresa tem mais lucro tributável e para o reduzir a empresa pode endividar-se sem ter dificuldades financeiras. Fama & French

¹⁵ Ross, S.A. (1977), *The determination of financial structure: the incentive signaling approach*, Bell Journal of Economics, Vol.8, nº1.

¹⁶ Fama, Eugene F.; French, Kenneth R. (2002). *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt*. The Review of Financial Studies 1-29.

(2002) afirmam que no modelo *Trade-off*, as empresas reconhecem que a estrutura ótima se define através da ponderação dos custos e dos benefícios do aumento da dívida (dedutibilidade fiscal dos juros e redução do problema da agência) na estrutura de capital da empresa. De acordo com os seguintes autores, Frank e Goyal (2009), Rajan e Zingales (1995) e Bradley, a relação entre a alavancagem e as oportunidades de crescimento é negativa. Miller (1977) declara que, devido às assimetrias de informação, a empresa com uma elevada alavancagem tem tendência a perder oportunidades de investimento e as empresas com maiores oportunidades de crescimento têm tendência a ser menos alavancadas.

De acordo com Proença (2012, citado por Almeida, 2016, p. 46)¹⁷:

Trata-se de um indicador de crescimento das vendas, do ativo ou do resultado operacional, que mede o crescimento dum investimento ou projeto e que permite aos credores, investidores e acionistas avaliar a “saúde” da empresa. [...] Mas esta relação positiva não é consensual. Para a teoria dos custos de agência as empresas que apresentam maiores taxas de crescimento são mais propensas a incorrer em elevados custos de falência e por isso apresentariam menores níveis de endividamento. As oportunidades de investimento têm pouco valor se a empresa entrar em processo de falência (teoria *trade-off* e teoria de agência). Para Jensen (1986) as empresas com mais oportunidades de investimento têm menos necessidade de recorrer ao efeito controlo do passivo – o uso da dívida como redutor dos custos de agência do *free cash flow*. Acresce ainda, segundo Titman e Wessels (1988), o facto de serem estas empresas as que apresentam maiores custos de agência, dada a maior flexibilidade na seleção dos seus investimentos, o que as pode levar a optar por investimentos mais arriscados ou a investirem em projetos menos atrativos, uma vez que quem os financia, e por isso corre o risco, são os credores. A mesma relação inversa (negativa) se encontra em Jensen e Meckling (1976), Myers (1977), Stulz (1990), Balakrishnan e Fox (1993), Rajan e Zingales (1995) e Ozkan (2001).

De acordo com Rebelo (2017), e a teoria da *Pecking Order*, o crescimento está positivamente relacionado com a alavancagem. O que quer dizer que as empresas com maiores investimentos acumulam mais dívida ao longo do tempo. Para os defensores do *Trade-Off* ocorre o contrário, ou seja, a relação entre as duas variáveis é oposta visto que as empresas com mais oportunidades de crescimento procuram preservar

¹⁷ Proença, Pedro Miguel Correia (2012). *Determinants of Capital Structure and Financial Crisis Impact: Evidence from Portuguese SMEs*. Lisboa: ISCTE Business School. Dissertação de Mestrado.

capacidade de endividamento para situações futuras, atribuindo prioridade no presente aos capitais próprios (Frank e Goyal, 2009).

2.3.6. Rendibilidade

Também podemos considerar a Rendibilidade uma das condicionantes das Estrutura de Capital, visto que conforme já foi visto na teoria trade-off, as empresas procuram ser mais lucrativas, aproveitando assim o benefício fiscal dado quando aumentam o seu endividamento, apresentando um menor risco de falência.

O conceito de rendibilidade está relacionado com a capacidade para gerar fundos que cubram os gastos de exploração, a rendibilidade dos investimentos realizados e a remuneração dos financiadores da atividade (Nabais e Nabais, 2011). Segundo este autor, a rendibilidade possibilita calcular o desempenho económico da empresa nomeando de forma coerente e integradora os fatores que a influenciaram.

A rendibilidade tem por objetivo, analisar a eficiência dos recursos da empresa e a sua capacidade em gerar excedente económico. São geralmente usados para medir a eficácia da administração em alcançar lucro (Jagels e Coltman, 2004).

Segundo Neves (2007), a rendibilidade constitui uma medida de desempenho, onde é medida a capacidade da empresa em gerar resultados.

De acordo com Assaf Neto (2009, citado por Alves, 2014, p. 22)¹⁸, os rácios de rendibilidade procuram relacionar o lucro da empresa com a dimensão expressa por meio das vendas ou dos ativos, mostrando o retorno auferido pela empresa na utilização dos ativos durante certo período de tempo.

Segundo Donaldson e Myers (1961 e 1984 citado por Peixoto 2017)¹⁹ as empresas dão prioridade a recursos gerados internamente no financiamento dos seus projetos e só quando estes são insuficientes para fazer face às suas necessidades, optam por ir à procura no exterior. Com base nesta teoria destes autores, conseguimos perceber que empresas com elevada capacidade de gerar resultados têm baixos níveis de capital alheio, já que têm capacidade de autofinanciamento (Rajan e Zingales, 1995). Ainda assim, empresas que são pouco lucrativas e cuja capacidade de gerar resultados não é

¹⁸ Assaf Neto, A. (2009). *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas.

¹⁹ Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: a study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business Administration Division of Research, United States of American: Havard University.

suficiente para fazer face ao seu plano de investimento, procuram como recurso o financiamento externo.

Ross (1977) afirma que, os investidores com melhor informação conseguem transmitir a informação para os investidores menos informados. Segundo o mesmo autor, as empresas com maior rentabilidade e maior perspetiva de crescimento, recorrem mais à dívida do que as empresas com menor rentabilidade e menor perspetiva de crescimento, conforme já falado anteriormente.

Rajan e Zingales (1995, citado por Almeida 2016, p. 43-44)²⁰ identificaram uma possível relação positiva sustentada no facto dos credores escolherem emprestar a empresas mais lucrativas, aumentando a possibilidade desses empréstimos serem remunerados. Em contrapartida a teoria de *Pecking Order*, as empresas, dão preferência aos fundos gerados internamente, seguido do financiamento e por último em caso de necessidade emitem novas ações.

Jorge e Armada (2001), observaram as determinantes do endividamento, nomeadamente a dimensão, crescimento, risco do negócio, rentabilidade, composição do ativo, vantagens fiscais não resultantes da dívida, sector de atividade e controlo acionista no período entre 1990 e 1995, de uma amostra de 93 empresas e concluíram que o fator rentabilidade, medido pelo resultado líquido antes de juros e impostos sobre o ativo total líquido, apresentou uma relação negativa com o endividamento o que comprova a teoria *pecking order*. No entanto, quando medido através do resultado operacional sobre o ativo total, já apresentou uma relação positiva, o que levou os autores a analisarem a influência dos resultados extraordinários no endividamento.

Na China, Tong e Green (2005) estudaram a estrutura de capital das empresas chinesas e concluíram a presença de uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade.

De acordo com Dias (2012), também confirmou a aplicação da teoria do *Pecking Order*, que indica que a rentabilidade está negativamente relacionada com o endividamento. Apurou também, que as microempresas detêm uma relação negativa entre crescimento e endividamento.

Segundo Dias (2012, p.19):

A rentabilidade de uma empresa (ROE), designado pelo retorno sobre o capital próprio dos acionistas, tem por objetivo medir a capacidade de uma empresa gerar

²⁰ Rajan, Raghuram G. e Zingales, Luigi, (1995). *What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data*. The Journal of Finance.

lucros. A rentabilidade das empresas depende dos investimentos em suas operações, que podem ser financiados através dos lucros retidos, capital de terceiros ou capital dos acionistas. Assim sendo, é fundamental analisar a relação existente entre a rentabilidade e o endividamento.

De acordo com Almeida (2016, p. 43):

A rentabilidade está entre as variáveis mais testadas no que se refere à estrutura de capital [...]. A teoria *trade-off* defende uma relação positiva entre rentabilidade e endividamento, isto porque, por um lado as empresas mais lucrativas são incentivadas a aumentar o endividamento para aproveitar o benefício fiscal proporcionado pelo uso da dívida e por outro estas empresas apresentam menor risco de falência.

Para Fonseca (2016), as empresas procuram consecutivamente eficiência na gestão dos seus custos como forma de obter vantagens competitivas, através de estruturas de custo mais rígida ou mais flexível.

Compreende-se por rentabilidade, a capacidade de gerar rendimento, ou seja, a relação entre um rendimento obtido e o capital investido.

2.4. Investimento das Empresas

Atualmente, a concorrência é intensa e agressiva, por isso é essencial fazer a diferença e apresentar um serviço/produto que se destaque dos “outros”, para isso é necessário investir.

Abecassis et al (1991 citado por Mendes, 2017)²¹, sugerem que a aplicação de capital com o objetivo de criar valor, equivale a trocar a possível satisfação imediata e segura pela satisfação posterior traduzida num consumo superior. Os investimentos podem ser: reais, (são aqueles que são levados por empresas com o intuito de criar condições favoráveis para a produção de bens e serviços) e financeiros.

De acordo com Dixit & Pindyck, (1994 citado por Santos, 2012, p. 5-8)²²: o investimento possui quatro variáveis que devem ser analisadas quando se faz uma análise para aplicação de capital. São elas: Flexibilidade, Irreversibilidade, Incerteza e Timing.

²¹ Abecassis, F. and Cabral, N. (1991). *Análise Económica e Financeira de Projetos*. Fundação Calouste Gulbenkian, Lisboa.

²² Dixit, A. & Pindyck, R. (1994) *Investment Under Uncertainty*. Princeton: Princeton University Press.

- A flexibilidade no projeto de investimento resulta da capacidade da equipa de gestão para reformular e adaptar se necessário. Este aspeto diz respeito sobretudo à capacidade da equipa para ajustar soluções futuras em função das alterações do mercado de forma a prever situações que possibilitem criar valor que não estavam previstas numa primeira análise. Em contextos muito oscilantes e imprevisíveis usualmente, quanto maior for a flexibilidade do projeto de investimento, maior a respetiva capacidade de se conseguirem bons resultados a médio/ longo prazo. Posturas flexíveis são atrativas, não porque são investimentos sem risco, mas porque são investimentos com possibilidade de opções (p. 5-6).
- A maioria dos investimentos é irreversível, parcialmente ou na sua totalidade. Segundo Henry (1974) uma decisão é tanto mais irreversível quanto mais diminuir as várias escolhas que seriam possíveis no futuro. A irreversibilidade diz respeito ao impedimento quase absoluto de recuperar a totalidade ou parte do capital investido. [...] Um investimento irreversível apenas deverá ser desenvolvido quando a possibilidade de fracasso for razoavelmente reduzida (p. 6).
- A incerteza está intrinsecamente presente de forma peculiar e independentemente do carácter do projeto. Esta incerteza decorre da capacidade de ocorrer variados resultados. A incerteza é o conceito central, no que respeita à impossibilidade de se prever, antecipadamente, todas as condições de realização de um projeto de investimento. [...] Relativamente a este facto, a incerteza pode ser eliminada ou diminuída através da diversificação, mediante a constituição de uma carteira de ativos com investimentos correlacionados entre si negativamente. Este método permite compensar as perdas entre os diferentes projetos de investimento (Neves, 2004; Brealey & Myers, 2008). A incerteza técnica estimula assim, o investimento parcelado, cujo objetivo passa pela oportunidade de reduzir a variação de rendimentos provocada pela dissolvência da incerteza ao longo do período de adiamento (p. 7)
- O “timing ótimo” refere-se à ocasião e período ideal do tempo no qual um investimento deverá ser desenvolvido. Segundo Pindyck (1988), trata-se de um momento em que o valor do investimento acaba por superar o seu custo, por uma importância correspondente ao valor investido e à capacidade de poder realizar-se o investimento posteriormente (custos afundados). Assim, o autor considera, que ao realizar um estudo coerente, apesar de retardar o investimento, permite esclarecer as incertezas que podemos ter em relação a este (p. 8).

De acordo com Santos (2012), podemos indicar como investimento uma sugestão de utilização de recursos escassos que têm opções alternativas a um negócio para obtenção de um benefício futuro como o aumento do capital (Lucro).

O investimento é essencial para o crescimento económico e para o aumento da produtividade. Pois é com o investimento que as organizações modernizam as suas instalações, os equipamentos e os processos que incorporam o avanço do conhecimento e que possibilitam a utilização de forma mais produtiva os recursos disponíveis. Porém, numa economia em que o enquadramento torna incerta a rendibilidade do investimento, ou deforma os incentivos à sua realização, será mais trabalhoso, por um lado, atrair investimento e por outro lado, que o investimento surja para as atividades com maior retorno para a sociedade. Uma economia nessas circunstâncias, com um investimento baixo e mal alocado, terá um fraco potencial de crescimento. Já uma economia na qual o investimento é elevado e é aplicado em projetos produtivos poderá entrar num círculo em que o investimento produz crescimento e o crescimento atrai mais investimento (Bação et al, 2017).

Nos últimos anos, a taxa de investimento tem estado entre os mínimos da zona Euro e em valores baixos das últimas décadas. Estes factos ilustram a dimensão estrutural dos fatores que afetam o desempenho da economia portuguesa e do investimento (Bação, et al, 2017).

Convergence may fail for many different reasons. The usual, if impossibly broad, presumption is that a combination of exogenous and policy circumstances discourage firms and entrepreneurs from undertaking productivity enhancing investments (Dani Rodrick, in The Future of Economic Convergence, 2011)"

Como refere Dani Rodrick, o resultado do investimento na produtividade e no crescimento económico depende de fatores externos e de fatores internos. No caso de Portugal, os fatores internos ligam-se com fatores externos que aumentam os níveis de exigência para as empresas: num contexto de mudanças aceleradas na tecnologia, na globalização e no processo de integração europeia (Bação, et al 2017).

Em Portugal, de acordo com o INE durante os anos de 2010 a 2017, 99,9% das empresas são micros, pequenas e médias o que quer dizer que são elas que promovem a criação de postos de trabalho, o desenvolvimento da região e consecutivamente que contribuem para o desenvolvimento do país. Apesar disso são elas que mais têm dificuldade em ultrapassar certos problemas, pois não têm apoio do estado (por exemplo: incentivos), têm acesso limitado ao crédito, com elevadas taxas de juro e a exigência de elevadas contrapartidas para a obtenção do financiamento. Na maior parte das vezes acaba por ser sempre necessário o recurso ao financiamento externo para

financiar os seus investimentos, mas têm de suportar um elevado custo devido ao fraco poder negocial junto das instituições bancárias e junto dos credores que conduz a um aumento das dificuldades de financiamento sentidas pelas micros, pequenas e médias empresas. Com esta sobrecarga em pagar estes financiamentos e os juros/encargos acrescidos que daí advêm, há empresas que se veem com dificuldades em algumas circunstâncias em pagar os empréstimos, seja porque as suas vendas ou prestações de serviço diminuíram ou porque os clientes não pagaram, ou por outras razões e muitas vezes acabam por entrar num círculo de dificuldades em que o caminho é a falência pois para fazer face aos empréstimos, pedem mais empréstimos e o negócio acaba por não conseguir atingir valores suficientes para pagar todos os compromissos, acabando por provocar uma diminuição no investimento e no crescimento da economia.

3 Resultados empíricos

Neste capítulo 3, faz-se uma análise ao nível macroeconómico do país, utilizando o PIB e a taxa de desemprego de forma a tentar perceber qual a evolução do país ao longo destes anos de análise. Para além disso também se faz uma análise económico financeira das empresas, em específico com alguns indicadores como a Taxa de Investimento, Endividamento, Rendibilidade e Autonomia, com o objetivo de analisar a evolução dos anos de 2010 a 2017.

3.1 Produto interno bruto

O PIB (Produto Interno Bruto) representa o desempenho económico de um país, durante o período de um ano. É a soma anual de todas as atividades produtivas (bens e serviços) realizadas dentro do país, independente da nacionalidade das empresas e das exportações feitas. Não são contabilizadas as rendas obtidas em atividades externas por empresas que atuam fora das fronteiras nacionais, nem as rendas e salários de pessoas que trabalham no exterior.

A Taxa positiva do PIB é um indicador de que a economia está em crescimento, embora nem sempre o suficiente para gerar emprego e elevar a renda média da população. Taxa próxima de zero, revela uma situação de estagnação económica e taxa abaixo de zero é um indicador de recessão.

De acordo com os dados disponíveis no Pordata/INE (figura 3.1 e figura 3.2), em Portugal no ano de 2010, a taxa de crescimento do PIB situava-se em 1,9% e em 2017 em 2,8%, sendo que de 2010 até 2013 a tendência foi para decrescer e a partir de 2014 a tendência foi para aumentar.

Relativamente à União Europeia, a taxa de crescimento do PIB em 2010, situava-se em 2,1% e em 2017 em 2,4%. Sendo que de 2010 a 2012 a tendência foi para diminuir e a partir do ano de 2013, começou a aumentar.

De acordo com o INE, em 2010, a atividade económica em Portugal evidenciou algum crescimento, com o Produto Interno Bruto (PIB) a atingir uma taxa de variação homóloga de 1,9% no final do ano. Esta aceleração da economia revelar-se-ia temporária, tendo sido em parte influenciada por fatores não sustentáveis do lado da procura interna.

No período entre 2011 a 2013, marcado pelo programa de ajustamento económico acordado entre o governo português, o FMI e a UE, assistiu-se ao decréscimo dos

principais indicadores macroeconómicos, com a taxa de crescimento do PIB a atingir variações negativas.

A União Europeia apresentou, no seu conjunto, um crescimento moderado (0,95% em média), entre 2010 e 2013 atingindo assim em 2013 0,3%.

Em Portugal, a taxa de crescimento do PIB registou uma variação de 2,90 p.p. em 2013 face a 2012, atingindo -1,1% em 2013.

Em 2014, a taxa de crescimento do PIB, na União Europeia cresceu 1,5 p.p., situando-se 0,55 p.p. acima da média do período 2010 a 2013. Este crescimento foi fortemente influenciado pela evolução da taxa de crescimento do PIB na Irlanda (+7,5 p.p.). A França registou, neste último ano, uma evolução positiva de apenas 0,4 p.p.. Em Itália, registou-se um aumento do PIB para 0,1%, em 2014, enquanto em Espanha, não obstante ter registado uma taxa de variação média de -0,84 p.p. entre 2010 e 2014, a taxa de crescimento do PIB cresceu para 1,4% neste último ano.

Em Portugal, a taxa de crescimento do PIB aumentou de 0,9% em 2014. O programa de assistência financeira e a contração económica na União Europeia em 2012, condicionaram a evolução do PIB, tendo-se assistido nesse ano a um aumento negativo de 2,2 p.p.. Apesar das evoluções positivas em 2010 e 2014, a taxa de crescimento médio anual do PIB, no período de 2010 a 2014, situou-se em -0,82%.

Em 2015, foi observado um crescimento de 2,3% no PIB da União Europeia (UE), situando-se 0,5 p.p. acima do valor registado no ano anterior. Para esta evolução, terá contribuído a taxa de variação do PIB verificada na Espanha (+2,2 p.p.), Irlanda (+16,3 p.p.), Itália (+0,8p.p.) e Portugal (+0,9 p.p.). Todos os outros países desceram o seu PIB face ao ano anterior.

Em 2016, foi observado uma ligeira diminuição para 2,0% no PIB da UE, ou seja, menos 0,3 p.p. do que 2015, sendo que Portugal registou um crescimento para 1,9%, mais 0,1 p.p. face ao ano anterior. Olhando para os restantes países verificamos que a Alemanha registou mais 0,5 p.p. face a 2015, a Itália mais 0,2 p.p., França mais 0,1 p.p. e a Grécia mais 0,2 p.p., ficando com menos 0,2 p.p. em 2016. A Irlanda desceu 20,1 p.p. face ao ano anterior.

Em 2017, verificamos que Portugal sobe a taxa de crescimento do PIB para 2,8%, (+0,9 p.p.) sendo que a UE também aumenta a sua taxa para 2,4% (+0,4 p.p.), a França, a Grécia, a Irlanda e a Itália também aumentam significativamente a sua taxa de crescimento face ao ano anterior. Sendo que a Alemanha e o Reino Unido mantêm a taxa do ano de 2016 e a Espanha diminuí para 3,0%, menos 0,2 p.p. em relação ao ano de 2016.

Taxa de crescimento do PIB (%)

Anos

	UE (28 Países)	DE – Alemanha	ES – Espanha	FR - França	GR - Grécia	IE – Irlanda	IT - Itália	PT - Portugal	UK - Reino Unido
2010	2,1	4,1	0,0	1,9	-5,5	1,9	1,7	1,9	1,7
2011	1,8	3,7	-1,0	2,2	-9,1	3,7	0,6	-1,8	1,6
2012	-0,4	0,5	-2,9	0,3	-7,3	0,2	-2,8	-4,0	1,4
2013	0,3	0,5	-1,7	0,6	-3,2	1,3	-1,7	-1,1	2,0
2014	1,8	2,2	1,4	1,0	0,7	8,8	0,1	0,9	2,9
2015	2,3	1,7	3,6	1,1	-0,4	25,1	0,9	1,8	2,3
2016	2,0	2,2	3,2	1,2	-0,2	5,0	1,1	1,9	1,8
2017	2,4	2,2	3,0	2,2	1,5	7,2	1,6	2,8	1,8

Figura 3.1 – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (2010-2017)

Fonte: Pordata/INE

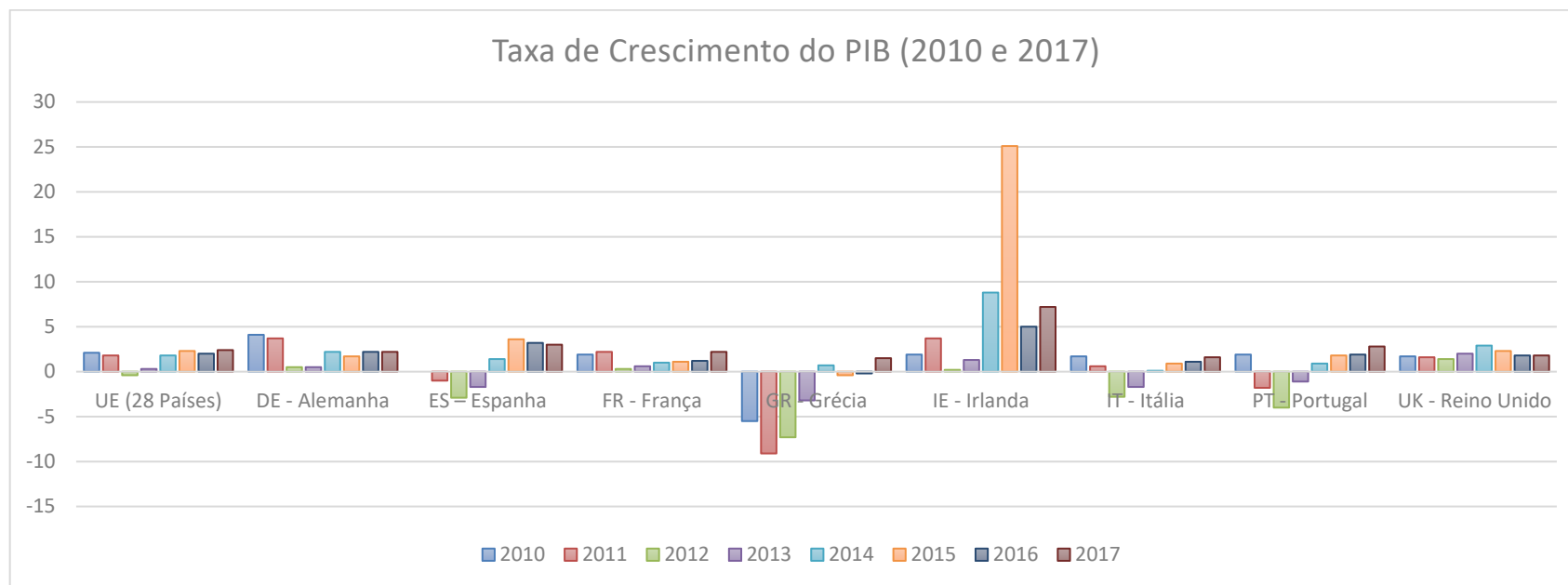


Figura 3.2 – Taxa de crescimento do Produto Interno Bruto (2010-2017)

Fonte: Pordata/INE

Analisando os valores num todo, podemos ver que o país que tinha uma taxa de crescimento do PIB melhor em 2010, era a Alemanha com 4,1% e o pior era Grécia com -5,5% e em 2017, o melhor era a Irlanda com 7,2% e o pior era Grécia com 1,5%. Verifico também que no ano de 2015, a Irlanda dispara a Taxa de crescimento do PIB para 25,1%, sobressaindo assim em relação aos restantes países.

3.2 Taxa de desemprego

Analisando a figura 3.3 e figura 3.4, podemos verificar que Portugal em 2010 tem uma taxa de desemprego de 10,8%, e em 2017 consegue reduzir atingindo os 8,9%. De 2010 a 2013 a tendência foi para aumentar a taxa de desemprego, no entanto a partir do ano de 2014, a taxa foi reduzindo.

Relativamente à União Europeia, no ano de 2010, atingia 9,5% de taxa de desemprego e em 2017 diminuiu para 7,6%, sendo que a tendência foi igual em relação a Portugal.

De acordo com o INE, a taxa de desemprego evoluiu negativamente para o total da UE (de 9,5% em 2010 para 10,8% em 2013). Este aumento foi ainda mais acentuado no caso português (10,8% para 16,2%), mas a maior taxa de desemprego observou-se na Grécia, onde mais de um quarto da população ativa (27,5%) se encontrava desempregada em 2013, face a 12,7% em 2010. A mais baixa taxa de desemprego verificou-se na Alemanha (5,2%) tendo decrescido 1,8 p.p. face a 2010.

Em 2014, a taxa de desemprego na União Europeia caiu 0,6 p.p. face ao ano anterior, fixando-se nos 10,2%, invertendo assim a trajetória de crescimento observada a partir de 2010.

Apesar do programa de assistência financeira, em Portugal registou-se, também em 2014, uma redução de 2,3 p.p. da taxa de desemprego, atingindo 13,9%. No Reino Unido a taxa de desemprego reduziu em 1,4 p.p. atingindo, nesse ano, os 6,1%. Em linha com o comportamento verificado no conjunto das economias europeias, a Espanha conseguiu conter, em 2014, o crescimento do desemprego (menos 1,7 p.p. face ao ano anterior) tendo, ainda assim, registado uma taxa de 24,4%. A Alemanha, com uma taxa de desemprego de 5,0%, cerca de metade da média do desemprego na U.E., consolidou a tendência de decréscimo verificada no quadriénio precedente (2010-2013) e teve, uma vez mais, a menor taxa de desemprego da União Europeia.

Em 2015, a taxa de desemprego na União Europeia foi 9,4%, representando um decréscimo de 0,8 p.p. face ao ano anterior. Em linha com a tendência verificada no conjunto das economias europeias, a Espanha e a Grécia em 2015, reduziram igualmente o desemprego, ainda assim registando as mais altas taxas da UE, correspondente a 22,1% (embora 2,3 p.p. abaixo do valor de 2014) e 24,9% (1,6 p.p. abaixo de 2014). A Alemanha, com uma taxa de desemprego de 4,6%, cerca de metade da média do desemprego na UE, consolidou a tendência de decréscimo verificada no quadriénio precedente (2011-2014) e registou a menor taxa de desemprego da União Europeia. Em Portugal, a taxa de desemprego foi 12,4%, em 2015, tendo diminuído 3,8

p.p. face ao ano de 2013, ano em que se registou o valor mais elevado no período considerado. O ano de 2015 prosseguiu a trajetória decrescente iniciada no ano precedente, ainda em período de assistência financeira.

Em 2016, a taxa de desemprego na União Europeia foi 8,5%, representando um decréscimo de 0,9 p.p. face ao ano anterior.

De acordo com a tendência verificada no conjunto das economias da UE, Grécia e Espanha continuaram a ter as taxas mais elevadas da UE, correspondendo a 23,5% e 19,6% respetivamente, apesar do decréscimo de 1,4 p.p. e 2,5 p.p., face a 2015.

A Alemanha consolidou a sua posição, pois apresentou uma tendência de decréscimo desde 2012 e registou uma das menores taxas de desemprego da UE em 2016, 4,1% (-0,5 p.p. face a 2015).

Em Portugal, a taxa de desemprego situou-se em 11,1% em 2016, tendo diminuído 1,3 p.p. face a 2015. Em 2017, Portugal consegue atingir 8,9% de taxa de desemprego, sendo que diminuiu 2,2 p.p. face a 2016 e está a 1,3 p.p. da taxa média da UE.

Em 2017, os países com uma taxa de desemprego mais altas são a Grécia e Espanha atingindo valores de 21,5% e 17,2% respetivamente e os países com uma melhor taxa de desemprego são Alemanha e o Reino Unido com valores de 3,7% e 4,3% respetivamente.

Taxa de desemprego

Anos

	UE (28 Países)	DE - Alemanha	ES - Espanha	FR - França	GR – Grécia	IE – Irlanda	IT - Itália	PT - Portugal	UK - Reino Unido
2010	9,5	⊥ 7,0	19,9	8,9	12,7	14,5	8,4	10,8	7,8
2011	9,6	⊥ 5,8	21,4	8,8	17,9	15,4	8,4	⊥ 12,7	8,0
2012	10,4	5,4	24,8	9,4	24,4	15,4	10,7	15,5	7,9
2013	10,8	5,2	26,1	9,9	27,5	13,7	12,1	16,2	7,5
2014	10,2	5,0	24,4	⊥ 10,3	26,5	11,9	12,7	13,9	6,1
2015	9,4	4,6	22,1	10,4	24,9	9,9	11,9	12,4	5,3
2016	8,5	4,1	19,6	10,1	23,5	8,4	11,7	11,1	4,8
2017	7,6	3,7	17,2	9,4	21,5	⊥ 6,7	11,2	8,9	4,3

⊥ Quebra de série

Figura 3.3 - Taxa de Desemprego (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE

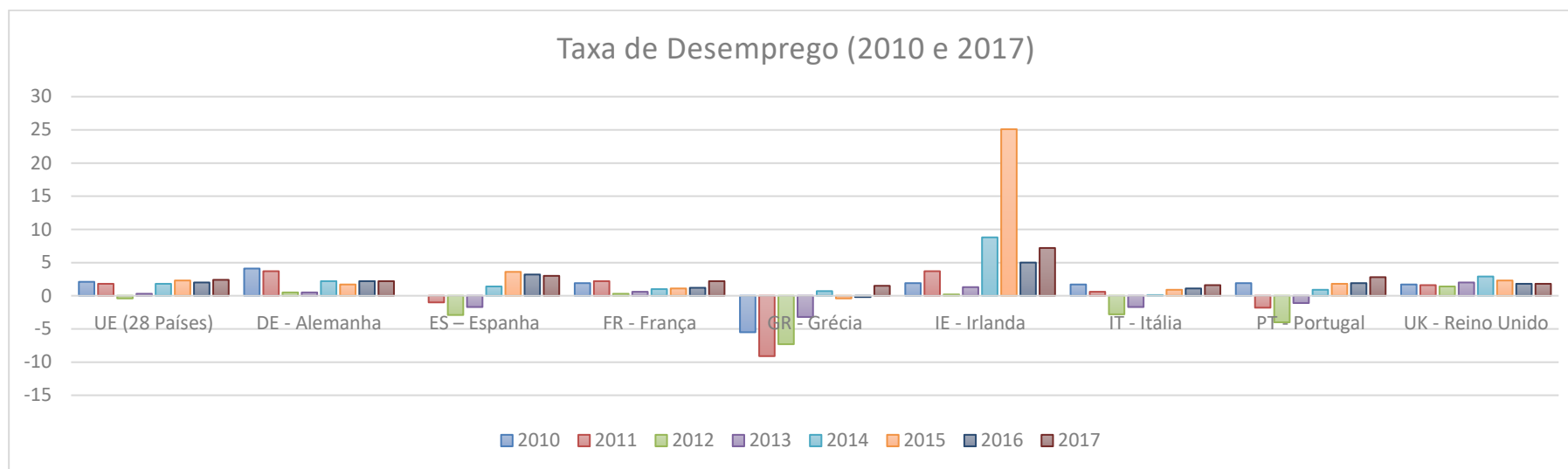


Figura 3.4 - Taxa de Desemprego (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE

Em termos gerais a tendência de todos os países, foi de aumentar a taxa de desemprego até ao ano de 2012/2013 e a partir do ano a seguir foi reduzir gradualmente. Podemos também verificar que o país que continha a maior taxa de desemprego em 2010 foi Espanha com 19,9 p.p. e em 2017 o pior foi a Grécia com 21,5 p.p. E o país que apresentou a melhor taxa de desemprego foi sempre a Alemanha situação que se verificou durante todos os anos analisados.

3.3 Taxa de investimento

A taxa de investimento de uma economia nacional traduz nos investimentos das empresas em proporção do seu valor acrescentado bruto, ou seja corresponde à relação entre formação bruta de capital fixo e o produto interno bruto (PIB), a preços correntes.

Na figura 3.5, apresenta-se a evolução da repartição do investimento das empresas por escalão de dimensão, definido pelo número de trabalhadores e na última linha, a variação do investimento para cada um dos grupos entre 2010 e 2016. Conclui-se que a maior quebra no investimento se registou nas empresas de maior dimensão (pelo menos 250 trabalhadores), com uma quebra de 22,9%. As empresas com um número de trabalhadores entre 10 e 49 foram a que registaram a menor quebra no investimento, com uma redução de cerca 1% entre 2010 e 2016.

Anos	[1-9]	[10-49]	[50-99]	[100-249]	>250
2010	16,1%	19,1%	10,8%	16,2%	37,8%
2013	16,3%	20,4%	10,1%	14,3%	38,9%
2016	16,0%	22,6%	10,8%	16,1%	31,6%
Δ 2010-2016	-15,8%	-0,7%	-16,1%	-16,5%	-22,9%

Figura 3.5 – Peso por dimensão da empresa (número de trabalhadores) no investimento total das empresas (%)

Fonte: SCIE, INE

A figura 3.5 permite também concluir que as grandes empresas, com mais de 250 trabalhadores, representam cerca de 30% a 40% do investimento empresarial. O peso do investimento das microempresas no investimento total tem permanecido próximo dos 16%.

Observando a figura 3.6 e figura 3.7 (taxa de investimento) e focando o total no ano 2010, verificamos que este ano foi o que apresentou a melhor taxa de investimento do período analisado, com 23,3% e o ano de 2013, foi o pior, apresentando uma taxa de 16,8%, a tendência desde 2010 foi decrescente até ano de 2013 e a partir de 2014 a tendência foi para subir lentamente no total e na maior parte dos sectores, com exceção das Outras atividades de serviços que a tendência foi para aumentar lentamente desde de 2010 até 2017.

A melhor taxa de investimento deste período de análise foi nos ramos das Telecomunicações com 50,8% e das Atividades Imobiliárias de 42,9% e a mais baixa foi as Outras atividades de Serviços com 8,6%, sendo que o Comércio por Grosso atingiu durante os anos de 2012 e 2013 a taxa de 7,0%.

Em 2011, a taxa de investimento foi de 21,0% no total dos setores, destacando-se as Telecomunicações com 38,5% e as Atividades Imobiliárias com 37,1%. E com um resultado mais baixo ficou o ramo do Comércio por Grosso com 8,2%.

A taxa de investimento associada ao total das empresas situou-se nos 18,1% em 2012, verificando-se, no entanto, uma grande heterogeneidade a nível sectorial, com os sectores da Telecomunicações com 38,0% e as Atividades Imobiliárias com 30,9%, a destacarem-se com valores bem acima do total nacional e o sector do Comércio por Grosso ficou a destacar-se pela taxa mais baixa com 7,0%, conseguindo assim ser a taxa mais baixa de todos os anos analisados.

A taxa de investimento das sociedades não evoluiu de forma positiva, descendo para 16,8% em 2013, ou seja, menos 1,3 p.p., com exceção das Indústrias extrativas (+4,9%) e das Telecomunicações (+4,4%) entre 2012 e 2013.

No ano de 2014, a taxa de investimento subiu para 17,2% no total dos setores, sendo que o sector que continua a apresentar um melhor desempenho é o das Telecomunicações com 47,5% e o das Indústrias extrativas com 31,7%. Com o pior desempenho em 2014, está o sector do Comércio por Grosso e das Atividades e Alojamento e Restauração, apresentando 8,6% e 9,1% consecutivamente.

A taxa de investimento tem vindo a recuperar desde 2014, atingindo o valor de 17,8% nos anos de 2015 e 2016 e 19,4%, no ano 2017, embora ainda 3,9 p.p. abaixo do valor de 2010.

No ano de 2017, podemos verificar que os sectores da Agricultura, Indústrias extrativas, Indústrias alimentares, Educação e Outras atividades de serviços, conseguiram recuperar e por isso ultrapassar os valores apresentados do ano de 2010. Já os sectores da Construção, Comércio, Alojamento, Telecomunicações, Atividades Imobiliárias e Saúde, acabaram por ficar abaixo dos valores do ano de 2010, sendo o ramo das atividades imobiliárias o sector que ficou com um valor muito abaixo do ano de 2010, atingindo uma diferença de 11,5 p.p.

O sector que apresentou melhor desempenho ao longo dos anos foi sempre as Telecomunicações e aquele que apresentou um menor desempenho foi o sector do Comércio por Grosso na maior parte dos anos.

Anos	Ramo de atividade											
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústrias extrativas	Indústrias alimentares, das bebidas e do tabaco	Construção	Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	Atividades de alojamento e restauração	Telecomunicações	Atividades imobiliárias	Educação	Atividades de saúde humana	Outras atividades de serviços
2010	23,30	26,80	24,30	19,70	12,10	10,40	14,80	50,80	42,90	11,90	14,80	8,60
2011	21,00	28,70	24,80	21,20	12,70	8,20	12,00	38,50	37,10	12,70	14,00	9,10
2012	18,10	26,70	21,30	20,80	10,50	7,00	10,30	38,00	30,90	13,30	13,20	12,20
2013	16,80	24,90	26,20	19,00	9,80	7,00	9,10	42,40	24,40	11,30	11,80	10,60
2014	17,20	26,80	31,70	19,70	11,00	8,60	9,10	47,50	27,80	11,50	12,30	13,50
2015	17,80	29,30	26,40	19,10	10,00	8,80	11,30	48,40	29,70	12,30	14,20	13,80
2016	17,80	28,00	23,30	16,30	7,80	9,50	11,70	38,80	30,30	12,00	13,60	13,20
2017	19,40	28,10	32,90	21,30	9,70	9,90	13,20	48,00	31,40	12,80	14,00	13,70

Figura 3.6 – Taxa de Investimento total e por ramo de atividade (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE

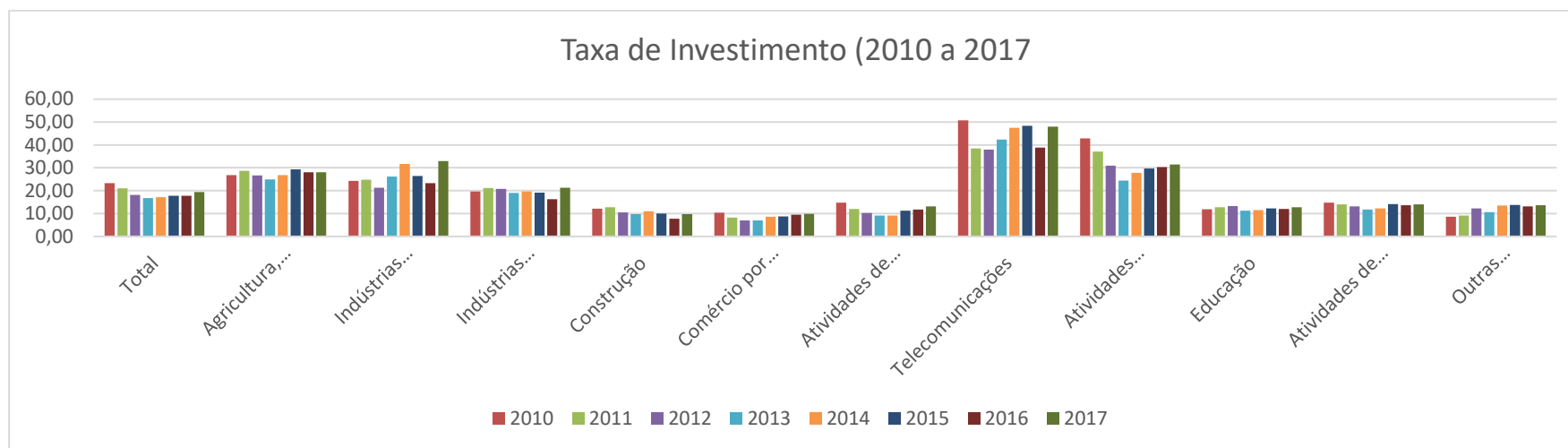


Figura 3.7 – Taxa de Investimento total e por ramo de atividade (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE

Em termos globais verificamos que a taxa de investimento diminuiu até ao ano de 2013, e a partir do ano de 2014 começou a recuperar lentamente, no entanto no ano de 2017 verifica-se que a taxa de investimento não conseguiu recuperar face ao ano de 2010, ficando abaixo de 3.9 p.p..

A figura 3.8 mostra a taxa de variação anual da despesa do PIB entre 2010 a 2017, não obstante do aumento registado em 2011 (1,9%), a formação bruta de capital fixo da UE-28 não conseguiu recuperar plenamente da queda abrupta de 2009 (-11,8%) e regressou, em 2012 e 2013, a uma taxa de variação negativa. No entanto, durante o período 2014-2017, a formação bruta de capital fixo na UE-28 aumentou 2,8%, 4,8%, 2,9% e 3,1%, respetivamente.



Figura 3.8 - Taxa de variação anual real dos componentes da despesa do PIB, UE-28, 2010-2017

Fonte: Eurostat

De acordo com a figura 3.9- Formação bruta do capital fixo, podemos observar que nos Estados-Membros da UE, assistiu-se a uma ampla variação da intensidade do investimento, o que, em parte, pode refletir diferentes fases do desenvolvimento económico, bem como as dinâmicas do crescimento nos últimos anos. Em 2017, a formação bruta de capital fixo, em percentagem do PIB, foi de 20,1% na UE-28 e 20,5% na área do euro (AE-19). A Suécia registou os valores mais elevados (24,9%), seguindo a República Checa (24,7%), a Estónia (23,7%), a Irlanda e a Áustria (ambas 23,5%) e os mais baixos foram Portugal (16,2%) e a Grécia (12,6%).

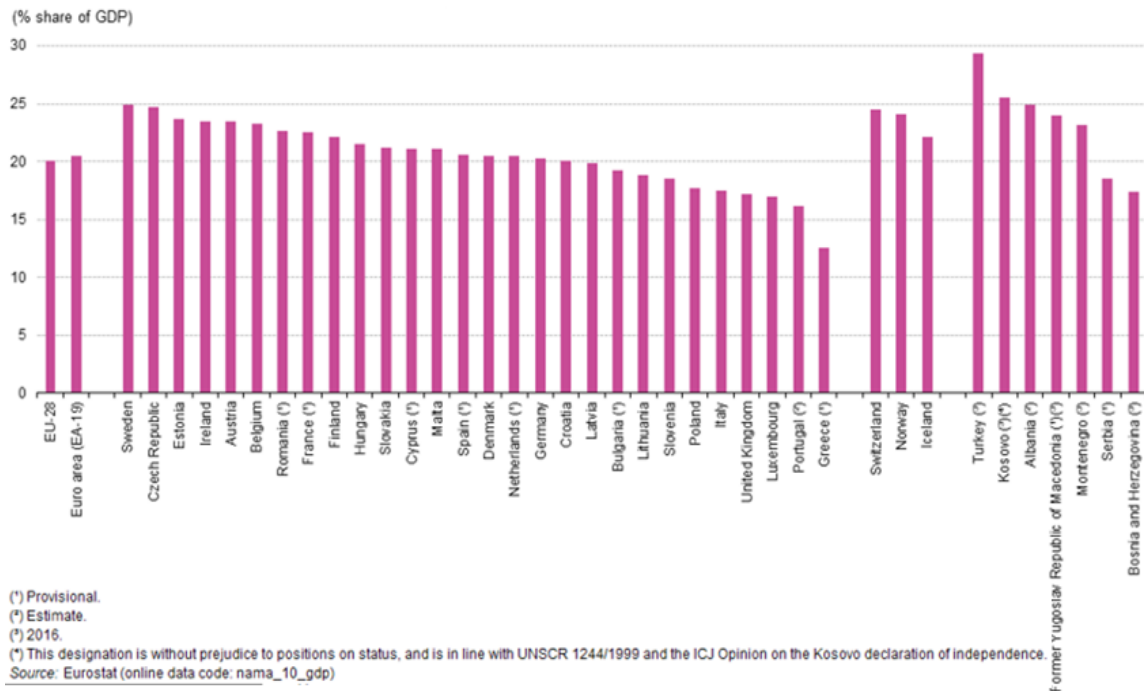


Figura 3.9 - Formação bruta de capital fixo a preços correntes de mercado, 2017

Fonte: Eurostat

Segundo a figura 3.10 – Taxa de investimento a preços correntes do mercado, o investimento na UE-28 foi efetuado na sua maior parte pelo sector privado, como se depreende do quadro abaixo em 2017, o investimento das empresas e das famílias representou 17,8% (12,70% Investimento Empresarial + 5,10% Investimento das Famílias) do PIB da UE-28, ao passo que o valor equivalente para o investimento do sector público foi de 2,8%. Em termos relativos, a Hungria (6,6% do PIB) e a Estónia (4,8%; dados de 2017) tiveram o maior investimento público, ao passo que o maior investimento por parte do sector empresarial ocorreu na Irlanda (27,2%; dados de 2017) e na Suécia (17,2%), e foi mais elevado por parte das famílias na Finlândia (6,5%) e na Alemanha (6,0%; dados de 2017). O investimento pelas famílias (em percentagem do PIB), em 2017, foi consideravelmente inferior ao de 2012 na Grécia. Em Portugal, o investimento das famílias e o investimento público diminuíram em 2017 em relação a 2012, em contrapartida do Investimento Empresarial que aumentou. O total de investimento de Portugal foi de 15,8% e 16,20% no ano de 2012 e 2017 respetivamente, sendo que a média da união europeia é de 20,10% e 20,6% respetivamente. Ao analisar a figura 3.10, podemos verificar que o país com uma taxa de investimento mais baixo para além de Portugal, é Grécia com 12,6% e 11,70% respetivamente.

	Total Investimento		Investimento Público		Investimento Empresarial		Investimento das famílias	
	2012	2017	2012	2017	2012	2017	2012	2017
Euro-28	20,10	20,60	3,10	2,80	11,90	12,70	5,10	5,10
Euro área (EA-19)	20,50	20,80	2,90	2,60	11,90	12,80	5,70	5,40
Bélgica	22,60	23,40	2,50	2,20	14,30	15,40	5,90	5,80
Bulgária	21,30	18,60	3,40	2,60	16,30	12,80	1,60	3,20
República Checa	25,90	24,70	4,20	3,30	17,20	16,60	4,50	4,70
Dinamarca	18,80	20,50	3,80	3,50	10,90	12,50	4,10	4,50
Alemanha	20,10	20,00	2,20	2,10	11,60	11,90	6,30	6,00
Estónia	28,60	22,30	6,30	4,80	18,60	12,20	3,70	5,30
Irlanda	19,70	31,80	2,00	1,80	15,00	27,20	2,70	2,90
Grécia	12,60	11,70	2,50	3,20	4,90	5,70	5,20	2,80
Espanha	19,80	20,00	2,50	1,90	13,30	15,10	4,00	3,00
França	22,50	22,00	4,10	3,40	12,40	12,90	6,00	5,70
Croácia	19,60	-	3,50	-	12,70	-	3,40	-
Italia	18,40	17,50	2,60	2,00	9,40	9,90	6,40	5,60
Chipre	15,10	17,40	2,90	2,60	6,20	9,30	6,00	5,50
Letónia	25,40	18,20	4,90	3,50	16,90	11,90	3,60	2,80
Lituânia	17,40	18,90	4,00	3,00	10,40	11,40	3,00	4,50
Luxemburgo	20,20	17,20	4,00	3,90	12,20	9,20	4,00	4,10
Hungria	19,40	21,70	3,70	6,60	12,70	12,30	2,90	2,80
Malta	18,20	23,80	3,30	2,60	-	-	-	-
Países Baixos	18,90	20,30	3,70	3,50	10,60	10,90	4,60	5,90
Áustria	22,70	23,10	2,90	3,00	14,40	15,10	5,30	5,00
Polónia	19,80	18,10	4,80	3,30	10,10	10,40	5,00	4,40
Portugal	15,80	16,20	2,50	1,80	9,60	11,10	3,70	3,30
Roménia	27,30	22,80	4,70	3,60	16,80	13,90	5,90	5,30
Eslovénia	19,20	17,60	4,10	3,20	11,50	11,00	3,70	3,40
Eslováquia	21,30	21,20	3,40	3,20	13,30	13,50	4,60	4,50
Finlândia	22,30	22,20	4,00	4,10	11,80	11,50	6,50	6,50
Suécia	22,60	24,90	4,60	4,60	15,70	17,20	2,40	3,10
Reino Unido	15,90	16,70	2,80	2,60	9,00	9,10	4,10	4,90
Islândia	16,00	19,00	2,60	2,90	10,90	-	2,50	-
Noruega	22,40	23,90	3,90	5,50	13,20	11,80	5,30	6,70
Suíça	23,80	24,10	3,00	3,10	16,80	17,00	4,00	3,90
Sérvia	21,20	-	-	-	-	-	-	-
Turquia	26,90	29,50	3,10	3,30	16,50	17,70	7,40	8,40

Figura 3.10 – Taxa de Investimento a preços correntes de mercado em % do PIB, 2012 e 2017

Fonte: Eurostat

Ao analisar de uma forma global o total de investimento, verificamos que na maior parte dos países a evolução não é significativa, no entanto há três países que sobressaem da figura 3.10 são eles a Estónia por ter diminuído o seu total de investimento de 28,6% em 2012 para 22,3% em 2017 descendo assim 6,3 p.p. e a Irlanda, Letónia e a Malta que conseguiram aumentar a sua taxa de investimento em 12,1 p.p., 7,2 p.p. e 5,6 p.p. respetivamente.

3.4 Endividamento, rendibilidade e autonomia financeira

3.4.1. Endividamento das Empresas

Restringindo a análise ao conjunto das sociedades, ao observar a figura 3.11 e 3.12 verificamos que no ano de 2010, foram vários os sectores de atividade económica com rácios de endividamento acima da média do total das sociedades, com os Transportes e armazenagem, a Construção, Atividades Artísticas e as Atividades administrativas a evidenciarem os maiores graus de dependência financeira face a terceiros, com rácios de endividamento de 76% a 80%.

A estrutura financeira das sociedades manteve as características dos anos anteriores, com um elevado grau de dependência face aos credores, que aumentou ligeiramente nos anos de 2011 e 2012, traduzido pelo rácio de endividamento de 70,7%, e 71,3%, tendo sido o sector das atividades artísticas um dos sectores mais dependentes do endividamento no ano de 2010 e em 2012 o sector dos Transportes e Armazenagem.

As Atividades de informação e de comunicação e as Indústrias extrativas foram os sectores cujas sociedades evidenciaram o menor endividamento do sector não financeiro em 2011 com um rácio na ordem de 55,1% e 55,7% respetivamente. Em 2012, a taxa de endividamento no setor da Comunicação atingiu os 55,6% e da Indústria Extrativa 53,1%.

Quanto ao ano de 2013, o endividamento volta a descer ligeiramente, atingindo 70,60%, sendo que o sector com mais endividamento volta a ser os Transportes e Armazenagem (81,7%) e o menor é do das Indústrias Extrativas e da Comunicação com 51,30% e 56,70%.

Relativamente aos anos de 2014 a 2017, verifica-se que o nível de endividamento diminuiu ligeiramente em termos globais passando para 70,8%, 68,7%, 67,9% e 66,80% respetivamente. Quanto aos sectores, podemos verificar que aqueles que apresentam maior endividamento são os Transportes e Armazenagem e as Atividades de informação e comunicação, apresentando valores de 77,4% e 79,50% respetivamente no ano de 2017. Aqui podemos verificar que houve uma grande alteração no sector das Atividades de informação e comunicação, visto que de 2010 a 2013 era um dos sectores que apresentava um melhor nível de endividamento e agora nos anos de 2014 a 2017 é um dos que se apresenta com rácio mais elevado.

Sector	Endividamento							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total das sociedades não financeiras	69,80	70,70	71,30	70,60	70,80	68,70	67,90	66,80
A- Agricultura, prod. animal, caça, floresta	63,60	63,00	63,00	62,40	62,80	62,40	62,30	58,90
B - Indústrias extrativas	56,40	55,70	53,10	51,30	51,10	50,80	52,00	53,40
C - Indústrias Transformadoras	64,90	64,60	64,20	63,30	60,10	59,00	60,70	59,70
D – Eletricidade	74,00	74,70	76,60	76,30	75,40	75,30	74,10	75,10
E – Água	75,00	74,80	73,90	72,30	70,70	67,60	66,10	65,00
F – Construção	78,00	79,80	80,10	79,30	77,10	75,70	74,00	72,30
G – Comércio	70,50	70,40	70,80	69,30	67,90	66,90	65,70	64,70
H - Transportes e armazenagem	76,00	80,20	83,10	81,70	82,90	81,70	82,00	77,40
I - Alojamento e restauração	70,70	74,10	78,40	79,60	78,50	76,40	73,40	71,50
J - Atividades de informação e de comunicação	54,30	55,10	55,60	56,70	82,50	81,60	79,90	79,50
L - Atividades imobiliárias	72,00	72,40	72,40	71,90	70,70	68,70	67,30	66,80
M - Atividades de consultoria	59,70	61,30	62,00	62,60	65,20	52,70	52,20	50,90
N - Atividades Administrativas	80,60	80,80	80,80	79,30	77,00	74,20	74,80	73,90
P – Educação	71,20	69,20	68,60	68,20	67,40	66,70	66,30	66,40
Q - Atividades de saúde humana	60,70	61,20	60,00	58,10	56,30	54,90	53,60	54,30
R - Atividades artísticas	76,80	81,50	81,50	81,60	78,40	76,20	75,90	75,20
S - Outras atividades de serviços	72,80	72,90	71,40	76,40	74,80	73,40	71,00	70,30

Figura 3.11 – Endividamento das sociedades não financeiras total e por sector em % (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

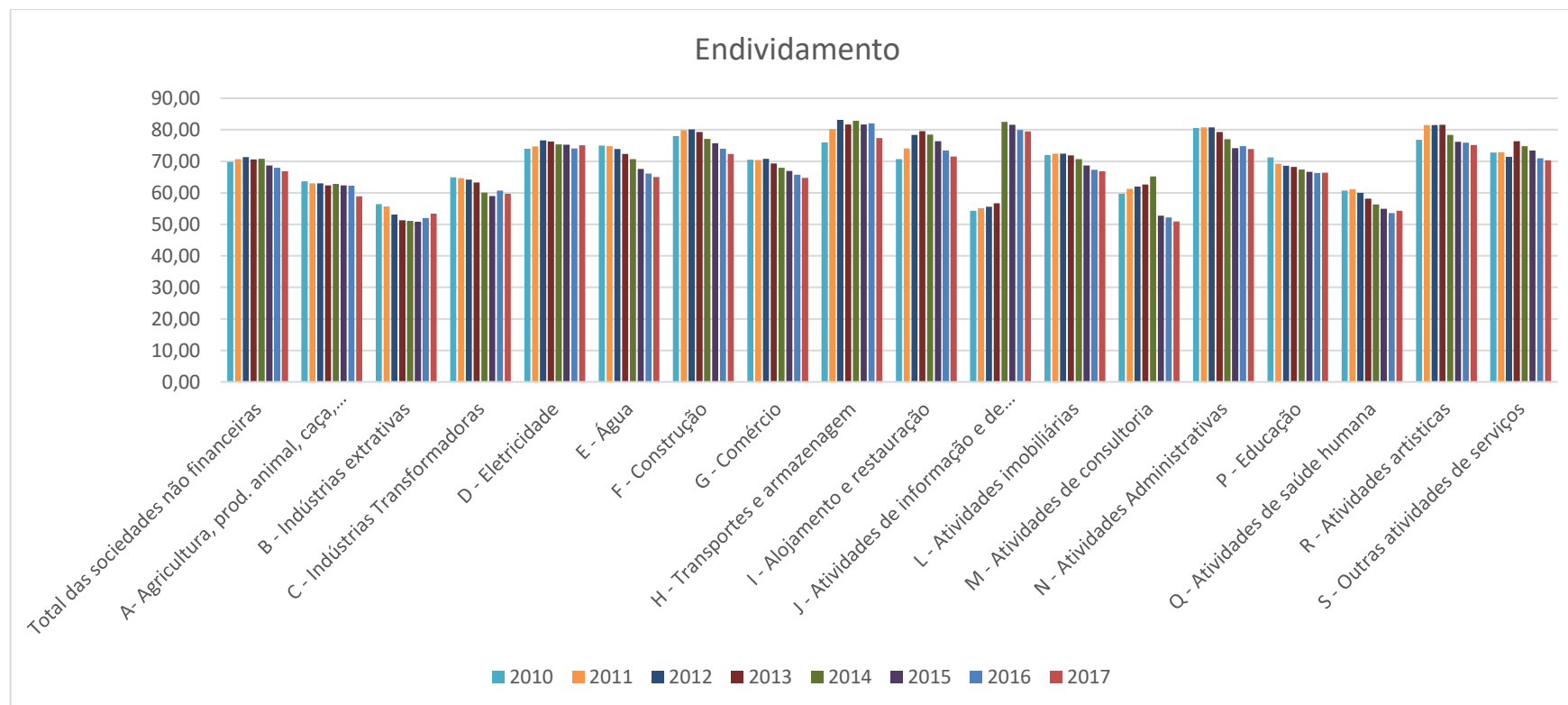


Figura 3.12 – Endividamento das sociedades não financeiras total e por sector (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Relativamente ao endividamento, o ano de 2010 apresenta uma taxa de endividamento de 69,8% e o de 2017 de 66,8%. Podemos verificar que o ano cuja, a taxa de endividamento é superior é o ano de 2012, com 71,3% e a partir de 2013 de acordo com os dados disponíveis, começa a descer até ao ano de 2017, com exceção do ano de 2014 que aumentou ligeiramente.

Na figura 3.13 e 3.14 – Endividamento das sociedades por dimensão, no ano de 2010 é de 248.140,50 milhões de euros, sendo que em 2017 desce para 241.209,70 milhões de euros, ou seja, reduzindo cerca de 7 milhões de euros. Em 2011 é o ano de entrada da troika, no entanto no ano de 2012, verifica-se um nível de endividamento maior em termos globais, com exceção nas pequenas empresas e nas médias. De 2013 a 2015, o nível de endividamento diminuiu em termos globais. E em 2016, as médias e grandes empresas já aumentaram o seu nível de endividamento.

Em 2017, o endividamento aumentou no seu total, e analisando as dimensões, percebe-se que o aumento foi devido às pequenas e grandes empresas, pois as micros e as médias diminuíram.

O ano de 2014 é o ano em que a Troika sai de Portugal, no entanto verifica-se que o total do endividamento entre 2010 e 2013 apresenta níveis de variação reduzidos, ou seja, só a partir de 2014 é que se verifica uma tendência para diminuir o endividamento.

Nas grandes empresas verifica-se que desde 2010 a 2017 existe um aumento de cerca de 4 milhões de euros, enquanto que no total das PME's existe uma diminuição de cerca de 11 milhões de euros, sendo que dentro das PME's as rubricas em que contribuíram para esta descida foram essencialmente nas pequenas e médias empresas.

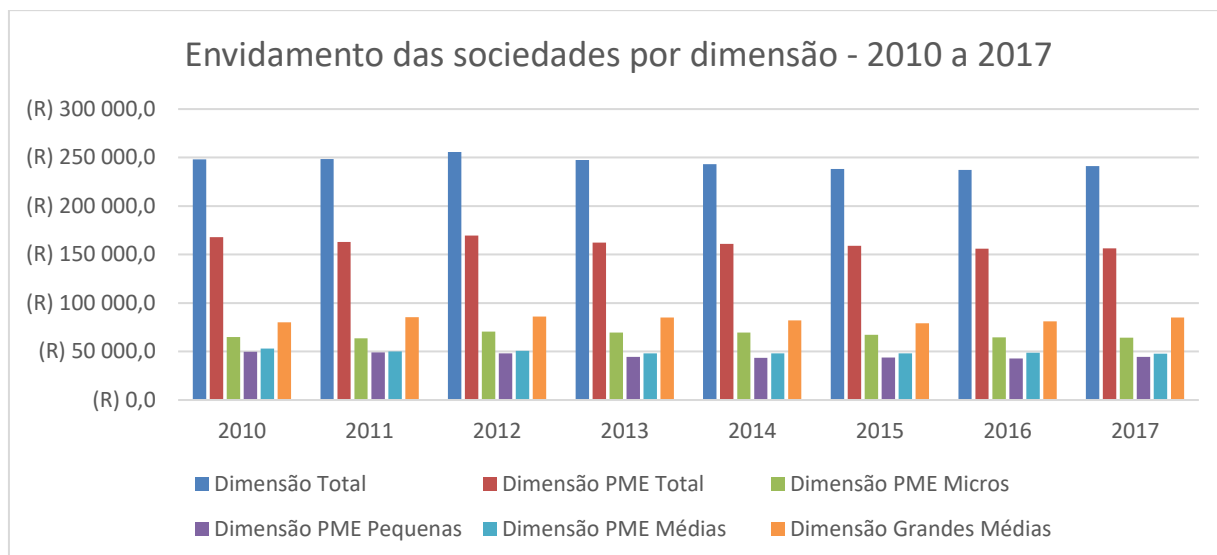
Euro - Milhões

Anos	Dimensão					
	Total	PME				Grandes
		Total	Micros	Pequenas	Médias	
2010	(R) 248 140,5	(R) 167 931,5	(R) 64 950,1	(R) 49 868,4	(R) 53 113,0	(R) 80 209,0
2011	(R) 248 336,1	(R) 162 986,6	(R) 63 729,7	(R) 49 129,6	(R) 50 127,3	(R) 85 349,5
2012	(R) 255 648,9	(R) 169 573,9	(R) 70 699,1	(R) 48 113,9	(R) 50 760,9	(R) 86 074,9
2013	(R) 247 403,9	(R) 162 202,8	(R) 69 657,2	(R) 44 321,0	(R) 48 224,5	(R) 85 201,1
2014	(R) 243 290,8	(R) 161 064,0	(R) 69 476,7	(R) 43 544,6	(R) 48 042,6	(R) 82 226,9
2015	(R) 238 334,9	(R) 159 120,0	(R) 67 409,3	(R) 43 721,3	(R) 47 989,3	(R) 79 215,0
2016	(R) 237 266,6	(R) 156 164,4	(R) 64 746,9	(R) 42 771,4	(R) 48 646,2	(R) 81 102,2
2017	(R) 241 209,7	(R) 156 258,7	(R) 64 161,2	(R) 44 337,4	(R) 47 760,0	(R) 84 951,0

(R) Dados retificados pela entidade responsável

Figura 3.13 – Endividamento das sociedades por dimensão (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE



(R) Dados retificados pela entidade responsável

Figura 3.14 – Endividamento das sociedades por dimensão (2010 a 2017)

Fonte: Pordata/INE

Analisando de forma global verificamos que o endividamento oscilou bastante entre os anos de 2010 a 2017, sendo que até 2012 aumentou significativamente, a partir do ano de 2013 inclusive começou a diminuir até ao ano de 2016 e em 2017 já voltou a subir. Nas micro entidades e nas grandes entidades, verificamos que a tendência já foi ligeiramente diferente, ou seja, subiu até 2012 e a partir de 2013 começou a descer, com exceção nas grandes empresas que no ano de 2017 subiu o seu nível de endividamento. Nas pequenas empresas a tendência desde 2010 foi de descida à exceção do ano de 2017. Já as médias empresas, a tendência na generalidade foi também de descida à exceção do ano de 2012 e 2016.

De acordo com o Relatório da Comissão Europeia de 2019, relativo a Portugal, a dívida do sector privado diminuiu ao longo dos últimos anos, continuando as perspectivas a serem favoráveis. Em termos consolidados, o rácio dívida privada/PIB diminuiu continuamente, passando de um pico de 210,3% no final de 2012 para 162,2% no final de 2017, diminuição ocorrida tanto no sector empresarial como no sector das famílias. Os dados relativos a 2018 confirmam que o processo de desendividamento prossegue, embora a um ritmo mais lento. No entanto, os rácios da dívida permanecem acima do limiar prudencial e do limiar baseado nos parâmetros económicos fundamentais específicos de Portugal. No que diz respeito aos agregados familiares, o rácio da dívida diminuiu para 69% do PIB no final de 2017, sendo que o limiar prudencial e o limiar baseado nos parâmetros económicos se estimam ambos em 38%. No que diz respeito às empresas, o rácio da dívida diminuiu para 93% do PIB,

sendo o limiar prudencial e o limiar baseado nos parâmetros económicos estimados, respetivamente, em 57% e 66%.

Ao longo dos últimos anos, Portugal melhorou os mecanismos de reestruturação da dívida e reduziu as distorções a favor do endividamento. O elevado endividamento do sector privado e a elevada percentagem de empréstimos de mau desempenho acumulados durante a crise aumentaram a necessidade de mecanismos de reestruturação da dívida, que foram criados para permitir às empresas viáveis iniciarem processos de reestruturação numa fase precoce. A fim de incentivar as empresas a recorrerem numa maior medida a financiamento por capitais próprios, Portugal reduziu também as distorções fiscais a favor do endividamento. Também foram tomadas medidas para melhorar a sustentabilidade das empresas públicas, mas o seu endividamento continua a ser elevado.

3.4.2. Endividamento das Famílias Portuguesas

De acordo com a Figura 3.15, percebe-se nitidamente que durante os anos de 2010 a 2017 existe uma redução contínua do endividamento das famílias, à exceção do ano de 2012 que sobe 0,27 p.p. em relação ao ano de 2011. No entanto no final de 2017 existe uma descida de 22,41 p.p. do endividamento em relação ao de 2010.

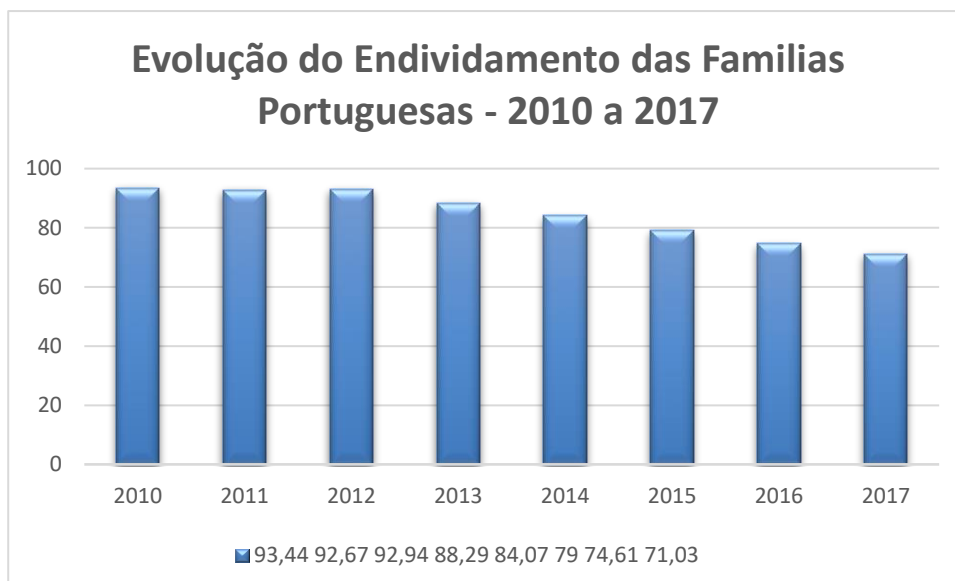


Figura 3.15 – Evolução do Endividamento das Famílias Portuguesas (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Conforme podemos verificar o endividamento das famílias apesar de ter vindo a diminuir desde o ano de 2012, ainda assim, chega a 2017 com uma taxa bastante elevada atingindo 71,03%.

De acordo com um inquérito realizado no segundo trimestre de 2010 pelo Banco de Portugal, o nível de endividamento das famílias portuguesas é um dos mais elevados da área do euro, esta situação tem-se vindo a verificar ao longo de mais de duas décadas.

A análise da participação das famílias no mercado da dívida sugere que:

- ➔ A probabilidade de as famílias terem dívida aumenta com o valor do rendimento e da riqueza real, mas reduz-se com o valor da riqueza financeira;
- ➔ As famílias com crianças têm uma maior probabilidade de estarem endividadas por via de hipotecas e as que têm um maior número de elementos por via de outras dívidas

- As famílias em que o indivíduo é trabalhador por conta própria ou está inativo terão uma menor probabilidade de terem hipotecas, mas não de terem outras dívidas;
- As famílias cujo indivíduo de referência está desempregado ou é trabalhador por conta de outrem com contratos a termo terão uma maior probabilidade de verem os seus pedidos de crédito não satisfeitos pelas instituições financeiras do que as restantes famílias que solicitam empréstimos;
- As situações de maior vulnerabilidade ocorrem em famílias que se encontram nos escalões mais baixos de rendimento e de idade e nos casos em que existem empréstimos hipotecários, especialmente se em simultâneo com outras dívidas:
- Na classe mais baixa de rendimento e na classe etária mais jovem, em que as dívidas foram contraídas há relativamente pouco tempo, existe uma percentagem muito elevada de famílias com rácios da dívida face ao rendimento muito elevados;
- As famílias de menor rendimento têm igualmente uma probabilidade elevada de terem rácios de dívida muito altos, enquanto nas famílias mais jovens estes rácios são em geral relativamente moderados. No entanto, é necessário levar em consideração que o facto das famílias com menores rendimentos terem uma participação no mercado de dívida e montantes em dívida relativamente reduzidos alivia o impacto da sua eventual entrada em incumprimento na situação financeira dos bancos;
- No caso das famílias mais jovens, é de referir que embora a sua participação no mercado e os montantes em dívida sejam elevados, estes encontram-se em geral garantidos por imóveis, e como referido a dívida situa-se para a grande maioria destas famílias em valores inferiores aos considerados mais preocupantes.

3.4.3 Rendibilidade dos Capitais Próprios

A Rendibilidade dos Capitais Próprios mede a capacidade da empresa em gerar retorno financeiro, ou seja, procura avaliar a eficiência e capacidade de gestão dos investimentos dos detentores do capital da empresa em termos de produção de resultados financeiros. Quanto maior o valor da Rendibilidade dos Capitais Próprios, melhor será a performance da empresa na utilização dos investimentos dos seus proprietários.

As figuras 3.16 e 3.17 mostra-nos o desempenho da Rendibilidade do capital próprio e ao analisarmos o ano de 2010, o valor médio foi de 8,9% e no ano de 2017 foi de 8,8%. A partir do ano de 2010 existe uma descida radical atingindo um valor de -1,6 % em 2012. Em contrapartida, no ano de 2013 a rendibilidade vai subindo até ao ano de 2017.

Em 2010, o sector da Comunicação foi o sector que sem dúvida apresentou um melhor rácio com um valor de 38,5% e o rácio mais baixo foi as Outras atividades de serviços com -9,4%.

Em 2011, o valor médio desceu para 0,3%, sendo que o sector da Eletricidade apresentou o melhor desempenho deste ano com 13,0% e o setor do Alojamento apresentou o pior o resultado com -13,70%.

Em 2012, o valor médio voltou a descer para -1,6% e a partir de 2013 o valor médio começa a subir lentamente, atingindo 1,8% em 2013. O sector do Alojamento, atinge em 2012 e 2013 as piores taxas registadas durante os anos analisados, atingindo -26,1% e -19,9% respetivamente, sendo que o setor da Eletricidade consegue apresentar a melhor taxa destes anos, atingindo os 15% e 15,8%.

Em 2014, a taxa média global de rendibilidade é de 1,9%, sendo que o sector das Telecomunicações consegue atingir o valor mais baixo e com uma descida bastante acentuada, de 58,6 p.p., atingindo assim -57,3% no ano de 2014. O sector com uma taxa de rendibilidade mais alta continua a ser o setor da Eletricidade, que apesar de ter descido ligeiramente, foi o setor que atingiu a taxa mais elevada da amostra analisada com 14,3% no ano de 2014.

A partir de 2015 a taxa de rendibilidade global começa a recuperar, atingindo 6,3%. Verifica-se na generalidade dos sectores que começam a recuperar incluindo também o sector das Telecomunicações atingindo 4,70% em 2017, ficando ainda assim muito abaixo do valor atingindo no ano de 2010. Verifica-se também que o setor das Indústrias Transformadoras e do comércio por grosso conseguem atingir no ano de 2017 melhores resultados em relação ao ano de 2010, atingindo 11,7% e 10,1% respetivamente.

Em termos globais, e com os dados disponibilizados conseguimos perceber que os sectores do Alojamento e restauração, das Atividades Imobiliárias e das Outras Atividades e Serviços

foram os sectores que atingiram taxas mais baixas entre 2010 e 2017. Salientando o setor das Atividades de informação e telecomunicação que apesar de apresentar uma taxa elevado no ano de 2010, conseguiu atingir a taxa mais baixa no ano de 2014.

Alguns dos problemas que se verifica ao nível dos recursos humanos que acaba por influenciar a Rendibilidade, situa-se ao nível das competências, níveis de formação e baixas taxas de produtividade. O potencial de investimento das empresas também é apoiado pela melhoria da rendibilidade em muitos sectores da economia e o elevado endividamento continua a prejudicar as empresas mais pequenas, as empresas em situação financeira difícil, bem como os novos operadores no mercado com acesso limitado ao financiamento alternativo (não bancário).

Anos	Ramo de atividade										
	Total	Agricultura, silvicultura e pesca	Indústrias extrativas	Indústrias Transformadoras	Electricidade, Gás, vapor, água quente e fria e ar frio	Comércio por grosso e a retalho; reparação de veículos automóveis e motociclos	Alojamento, restauração e similares	Atividades de informação e telecomunicação	Atividades imobiliárias	Educação	Outras atividades de serviços
2010	8,90	1,10	7,30	5,70	16,70	5,70	-6,80	38,50	0,00	3,70	-9,40
2011	0,30	-1,90	6,80	3,30	13,00	0,40	-13,70	-0,40	-5,80	-0,90	-11,80
2012	-1,60	-1,80	3,30	1,00	15,00	-2,40	-26,10	3,10	-7,20	-3,00	-11,80
2013	1,80	-0,90	4,10	3,00	15,80	2,10	-19,90	1,30	-4,20	-3,10	-13,80
2014	1,90	0,70	4,60	3,60	14,30	5,70	-11,90	-57,30	-1,60	-1,60	-7,80
2015	6,30	2,30	1,70	9,60	13,00	6,70	-2,00	-0,90	0,90	-0,50	-5,50
2016	6,70	1,80	3,10	7,00	13,20	8,30	2,40	7,10	2,50	1,70	-3,40
2017	8,80	7,80	3,00	11,70	9,70	10,10	8,40	4,70	3,80	2,70	-4,10

Figura 3.16 – Rendibilidade do capital próprio total e por sector em % (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

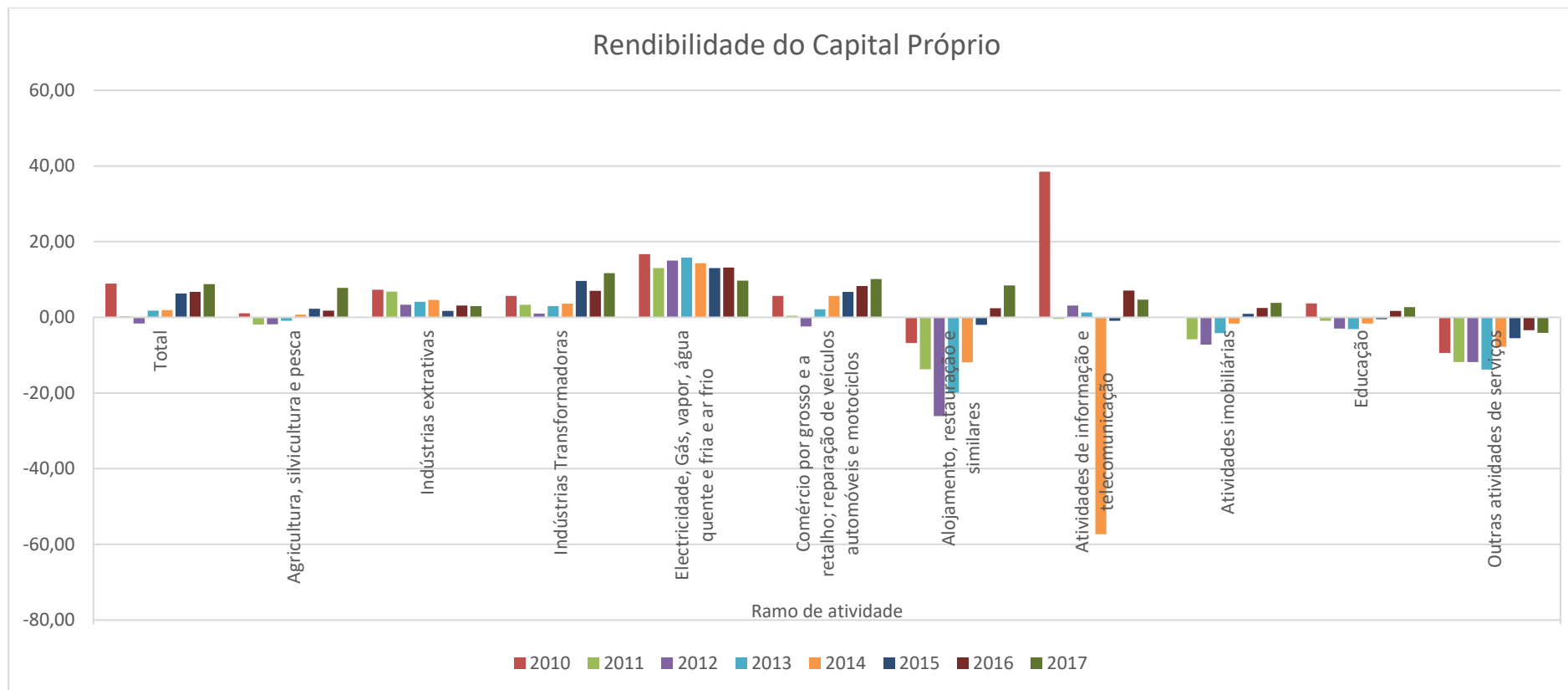


Figura 3.17 – Rendibilidade do capital próprio total e por sector em % (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Olhando na generalidade percebemos que o rácio da Rendibilidade do Capital Próprio em 2010 apresentava 8,9% e até 2012 foi baixando, atingindo o valor mais baixo desta análise tanto a nível de Portugal como dos restantes países. A partir de 2013 a tendência já foi para começar a recuperar, chegando a 2017 a uma taxa muito próxima da apresentada em 2010 com 8,8%. Percebemos também que o setor que melhor desempenho teve durante estes anos foi o da Eletricidade e os que tiveram um pior desempenho foram os setores das Atividades de Alojamento e restauração e das Atividades de serviços.

De acordo com o Banco de Portugal, 36,2% das empresas portuguesas fecharam 2017 com um resultado líquido negativo. Apesar deste peso ser ainda considerável, tem vindo a reduzir-se ao longo dos anos. Em 2013, quando a recessão atingiu o pico em Portugal, 43,7% das empresas portuguesas tinham prejuízos. Em 2016 já era de 37,5% (mais 1,3 pontos percentuais do que no ano 2017). No que diz respeito ao EBITDA (resultados antes de juros, impostos, depreciações e amortizações) no ano 2017 era negativo para 30,3% das empresas portuguesas. Uma queda de 1 ponto percentual face a 2016 e de 2,7 pontos percentuais contra 2013. Ao nível do balanço, as empresas com capital próprio negativo representavam 25,6% do total, quando em 2016 o peso era de 26,9% e em 2013 de 28,4%. Em 2015 cerca de 1/3 das microempresas apresentaram capitais próprios negativos, atingindo um valor de 29%, e foi nos sectores do Alojamento e restauração (53%) e no Comercio (31%) que mais de metade das empresas apresentaram capital próprio negativo.

3.4.3. Autonomia financeira

De acordo com a figura 3.18 e 3.19, durante o ano de 2010 a autonomia financeira apresenta 30,2% de valor de média da totalidade das sociedades não financeiras e em 2017 apresenta um valor de 33,2%. A tendência em termos gerais é de descida até ao ano de 2012, e de subida até ao ano de 2017, com exceção do ano de 2014 que desce -0,2 p.p. em relação ao ano anterior.

Em 2010, os sectores que apresentam uma autonomia maior foram o das Atividades de informação e de comunicação, com um rácio de 45,7% e o sector das Indústrias extrativas com 43,6% e o menor foi o sector das Atividades Administrativas com um rácio de 19,4%.

Em 2011, 2012 e 2013, a autonomia financeira era de 29,3%, 28,7% e 29,4% respetivamente, sendo que os sectores que apresentam uma autonomia maior foram o das Atividades de informação e de comunicação e o sector das Indústrias extrativas e o menor foi das Atividades Artísticas com um rácio de 18,5% em 2011 e os Transportes e Armazenagem em 2012 e 2013 com 19,9% e 18,3% respetivamente.

A Autonomia Financeira em 2014, atingiu 29,2%, sendo que o sector das Comunicações revela uma descida bastante acentuada para 17,5%, atingindo assim um dos rácios mais baixos deste ano juntamente com os Transportes e Armazenagem com 17,1%, ficando assim as Indústrias extrativas com o melhor desempenho atingindo 48,9%.

Durante os anos de 2015, 2016 e 2017 percebe-se que houve mais dois sectores que conseguiram bons desempenhos, nomeadamente as Atividades de Consultoria e Atividades de Saúde, juntando-se ao sector das Indústrias extrativas. Ficando assim os sectores com piores desempenho os Transportes e Armazenagem e a Comunicação.

Sector	Autonomia Financeira							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Total das sociedades não financeiras	30,20	29,30	28,70	29,40	29,20	31,30	32,10	33,20
A- Agricultura, prod. animal, caça, floresta	36,40	37,00	37,00	37,60	37,20	37,60	37,70	41,10
B - Indústrias extrativas	43,60	44,30	46,90	48,70	48,90	49,20	48,00	46,60
C - Indústrias Transformadoras	35,10	35,40	35,80	36,70	39,90	41,00	39,30	40,30
D – Eletricidade	26,00	25,30	23,40	23,70	24,60	24,70	25,90	24,90
E – Água	25,00	25,20	26,10	27,70	29,30	32,40	33,90	35,00
F – Construção	22,00	20,20	19,90	20,70	22,90	24,30	26,00	27,70
G – Comércio	29,50	29,60	29,20	30,70	32,10	33,10	34,30	35,30
H - Transportes e armazenagem	24,00	19,80	16,90	18,30	17,10	18,30	18,00	22,60
I - Alojamento e restauração	29,30	25,90	21,60	20,40	21,50	23,60	26,60	28,50
J - Atividades de informação e de comunicação	45,70	44,90	44,40	43,30	17,50	18,40	20,10	20,50
L - Atividades imobiliárias	28,00	27,60	27,60	28,10	29,30	31,30	32,70	33,20
M - Atividades de consultoria	40,30	38,70	38,00	37,40	34,80	47,30	47,80	49,10
N - Atividades Administrativas	19,40	19,20	19,20	20,70	23,00	25,80	25,20	26,10
P – Educação	28,80	30,80	31,40	31,80	32,60	33,30	33,70	33,60
Q - Atividades de saúde humana	39,30	38,80	40,00	41,90	43,70	45,10	46,40	45,70
R - Atividades artísticas	23,20	18,50	18,50	18,40	21,60	23,80	24,10	24,80
S - Outras atividades de serviços	27,20	27,10	28,60	23,60	25,20	26,60	29,00	29,70

Figura 3.18 – Autonomia Financeira das sociedades não financeiras total e por sector em % (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

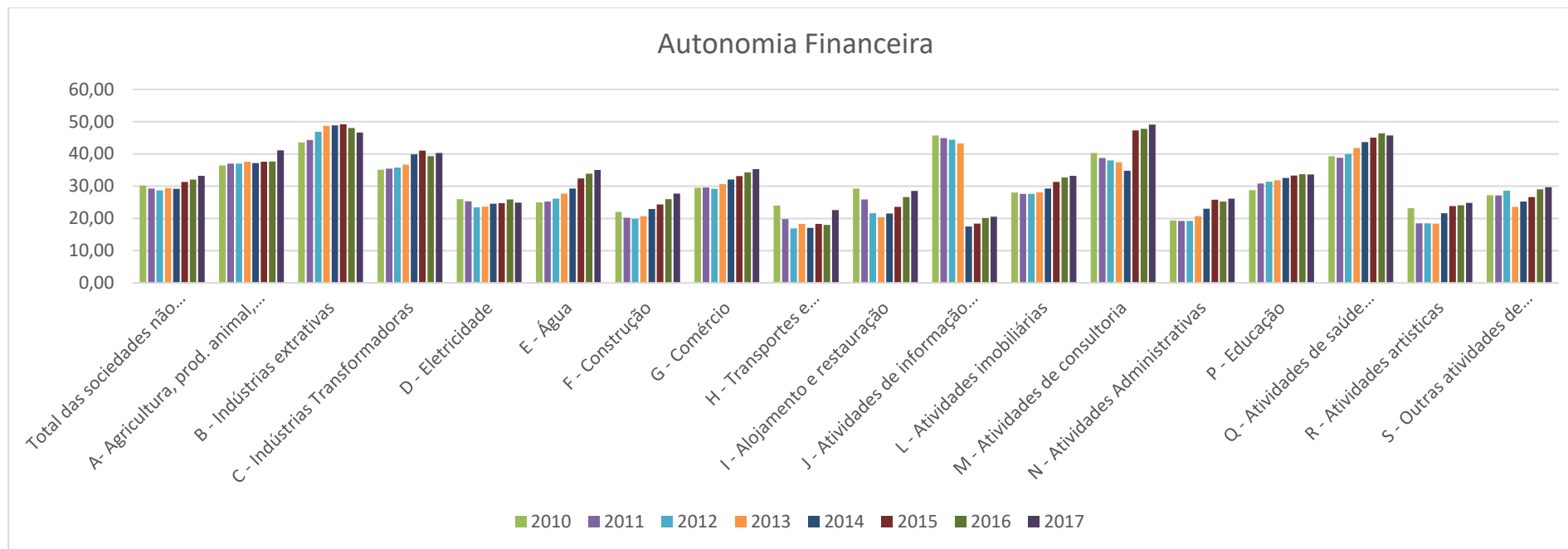


Figura 3.19 – Autonomia Financeira das sociedades não financeiras total e por sector (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Observando na universalidade verificamos que a Autonomia Financeira não teve grandes oscilações, no entanto a tendência inicial foi de decréscimo até ao ano de 2012 e posteriormente a tendência já foi de aumento até ao ano de 2017, exceto no ano de 2014 que desceu ligeiramente. Ao analisar os setores em particular percebemos que existe sempre dois setores que apresentam os melhores resultados que são o das Indústrias Extrativas e o das Atividades de informação e de comunicação até ao ano de 2013 e a partir de 2014 é o das Atividades de saúde humana.

3.5 Comparação Internacional

Neste ponto 3.5 foram recolhidos dados internacionais referentes aos países disponibilizados no Banco de Portugal e que serão comparados com cada rácio estudado no presente trabalho.

3.5.1 Endividamento

Relativamente ao ano de 2010, comparando com os países que constam na amostra recolhida na figura 3.20 e 3.21, as empresas Portuguesas, Italianas e Austríacas são as que apresentavam um maior nível de endividamento, com valores de 69,8%, 70,6% e 72,1%, já as empresas da República Checa e da Bélgica são dos países com um nível de endividamento mais reduzido atingindo 53,5% e 58,5%. Esta tendência foi sendo mesma nos anos seguintes, sendo que apenas as empresas Espanholas alcançaram os resultados das empresas da República Checa a partir do ano de 2016.

Portugal continua a estar bastante atrás da República checa e da Bélgica, pois verifica-se uma distância de 16,3% e 11,3% respetivamente.

Portugal, França, Alemanha e Itália estão praticamente ao mesmo nível e Espanha consegue valores de endividamento mais baixos em todos anos (entre 8 p.p. a 15 p.p.) comparativamente a Portugal.

Por esta análise e apesar de muito estudos serem de opinião que Portugal tem elevados níveis de endividamento, comparando com outros países, nomeadamente a França, a Alemanha e Itália, têm valores bastantes similares.

Endividamento								
	Portugal	Espanha	França	Alemanha	Itália	Bélgica	República Checa	Áustria
2010	69,80	61,30	68,50	67,60	70,60	58,50	53,50	72,10
2011	70,70	61,70	68,60	67,70	71,30	54,40	54,60	69,10
2012	71,30	60,40	67,90	67,00	71,00	56,00	54,10	68,70
2013	70,60	58,40	68,10	66,40	70,10	56,60	54,40	68,10
2014	70,80	56,20	68,00	66,00	69,40	55,80	54,10	68,00
2015	68,70	55,70	67,90	66,40	67,90	56,00	50,80	66,60
2016	67,90	55,50	67,70	64,40	66,60	58,70	55,60	65,60
2017	66,80	54,60	66,90	65,60	66,10	59,00	54,90	65,90

Figura 3.20 – Percentagem de Endividamento de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

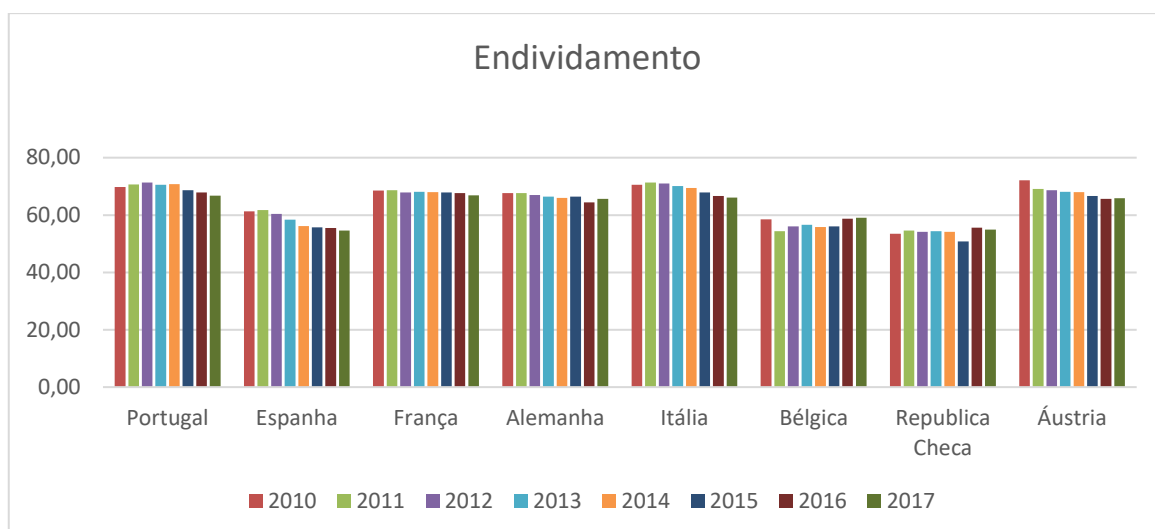


Figura 3.21 – Percentagem de Endividamento de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Analisando o rácio de Endividamento de Portugal, no ano de 2010 apresentava 69,8% de endividamento, sendo que a sua tendência foi para aumentar ligeiramente até 2014 e a partir de 2015 começou a reduzir, atingindo 66,8% em 2017, atingindo assim uma redução de 3 p.p. em relação ao ano de 2010, sendo o valor mais baixo o ano de 2017.

3.5.2 Autonomia Financeira

As conclusões deste ponto Autonomia Financeira são similares ao ponto anterior Endividamento. Assim sendo, de acordo com a figura 3.22 e 3.23, podemos concluir que no ano de 2010 as empresas portuguesas apresentavam em média 30,20% de autonomia financeira, sendo que a sua tendência foi para diminuir ligeiramente até 2014 e a partir de 2015 começou a aumentar, atingindo 33,2% em 2017.

Analisando na globalidade, Portugal, Itália e a Áustria são dos países que apresentavam um menor nível de autonomia financeira, com valores de 30,2%, 29,4% e 27,9%, sendo a República checa e Bélgica um dos países com um nível de autonomia financeira superior atingindo 46,5% e 41,5%. Nos anos seguintes verificou-se sempre a mesma tendência, sendo que apenas Espanha conseguiu alcançar os resultados da República Checa a partir do ano de 2016.

Em 2017, verifica-se que a Espanha, a Áustria e a Itália têm uma subida na taxa de Autonomia Financeira de 6,7 p.p., 6,2 p.p. e 4,5 p.p. respetivamente, comparando com o ano de 2010. E Portugal, a Alemanha e a França têm uma subida de 3 p.p., 2 p.p. e 1,6 p.p. respetivamente.

Autonomia Financeira								
	Portugal	Espanha	França	Alemanha	Itália	Bélgica	República Checa	Áustria
2010	30,20	38,70	31,50	32,40	29,40	41,50	46,50	27,90
2011	29,30	38,30	31,40	32,30	28,70	45,60	45,40	30,90
2012	28,70	39,60	32,10	33,00	29,00	44,00	45,90	31,30
2013	29,40	41,60	31,90	33,60	29,90	43,40	45,60	31,90
2014	29,20	43,80	32,00	34,00	30,60	44,20	45,90	32,00
2015	31,30	44,30	32,10	33,60	32,10	44,00	49,20	33,40
2016	32,10	44,50	32,30	35,60	33,40	41,30	44,40	34,40
2017	33,20	45,40	33,10	34,40	33,90	41,00	45,10	34,10

Figura 3.22 – Percentagem de Autonomia Financeira de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

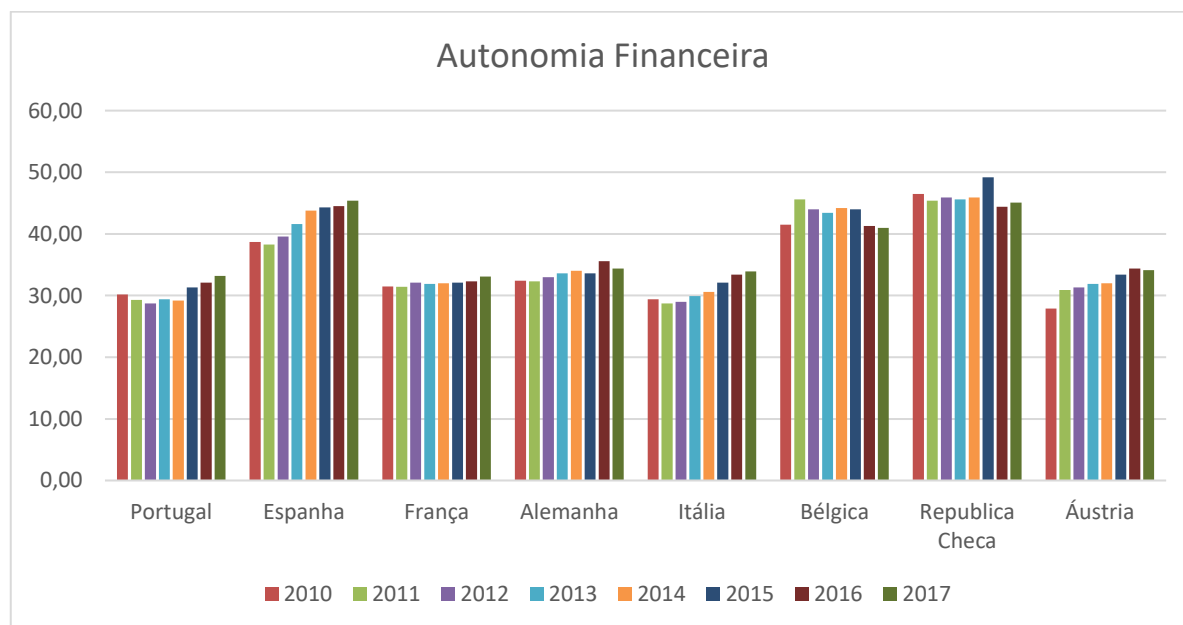


Figura 3.23 – Percentagem de Autonomia Financeira de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

No ano de 2010 a Autonomia Financeira de Portugal estava a 1,3 p.p. abaixo da França embora muito abaixo da Bélgica, da República Checa. Espanha apesar de estar acima dos valores de Portugal em 8,5 p.p., encontrava-se abaixo da Bélgica e da República Checa. Em contrapartida em 2017 verifica-se que Espanha, República Checa e a Bélgica apresentam valores muito equiparados.

3.5.3 Rendibilidade dos Capitais Próprios

De acordo com a figura 3.24 e 3.25 - Rendibilidade dos Capitais Próprios, Portugal apresentava em 2010, 8,9%, e até ao ano de 2012, a tendência foi para diminuir, atingindo -1,6%. A partir de 2013 a tendência foi de recuperação atingindo em 2017 os 8,9%.

Observando os restantes países, conseguimos perceber que em 2010, Espanha e Itália atingiam valores de 5,3% e 4,4% respetivamente, ou seja, valores piores do que Portugal apresentava nesta data. A Alemanha apresentava o melhor resultado dos países analisados com 11,1%.

Até ao ano de 2013, repetiu-se a mesma a tendência, no entanto a República Checa em 2012 e 2013 conseguiu apresentar valores um pouco mais acima do que a Alemanha.

A partir de 2014, a maior parte dos países analisados começaram a recuperar, aumentando assim a rendibilidade, com exceção da Bélgica e da República Checa que ainda diminuíram -0,1 p.p. cada uma. No ano de 2014, Portugal consegue ser o país que tem a pior rendibilidade e a Áustria o melhor.

Nos anos de 2015 a 2017, verificamos que os países com piores resultados de rendibilidade são Espanha, Itália e Bélgica e os melhores a República Checa e Áustria recuperando claramente os valores que apresentaram em 2010.

Rendibilidade dos Capitais Próprios								
	Portugal	Espanha	França	Alemanha	Itália	Bélgica	República Checa	Áustria
2010	8,90	5,30	10,40	11,10	4,40	9,00	10,30	10,20
2011	0,30	4,30	9,60	9,90	2,00	6,10	9,90	9,40
2012	-1,60	0,60	8,60	11,00	1,70	6,50	11,40	9,30
2013	1,80	2,90	8,00	9,30	1,50	5,30	10,00	9,40
2014	1,90	5,40	8,90	9,70	4,00	5,20	9,90	10,30
2015	6,30	5,30	9,30	7,00	4,90	5,80	14,40	10,40
2016	6,70	7,30	10,10	8,50	6,50	6,30	13,60	12,00
2017	8,90	7,40	10,40	9,30	7,80	6,50	14,10	13,60

Figura 3.24 – Percentagem de Rendibilidade dos Capitais Próprios da totalidade das empresas dos vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

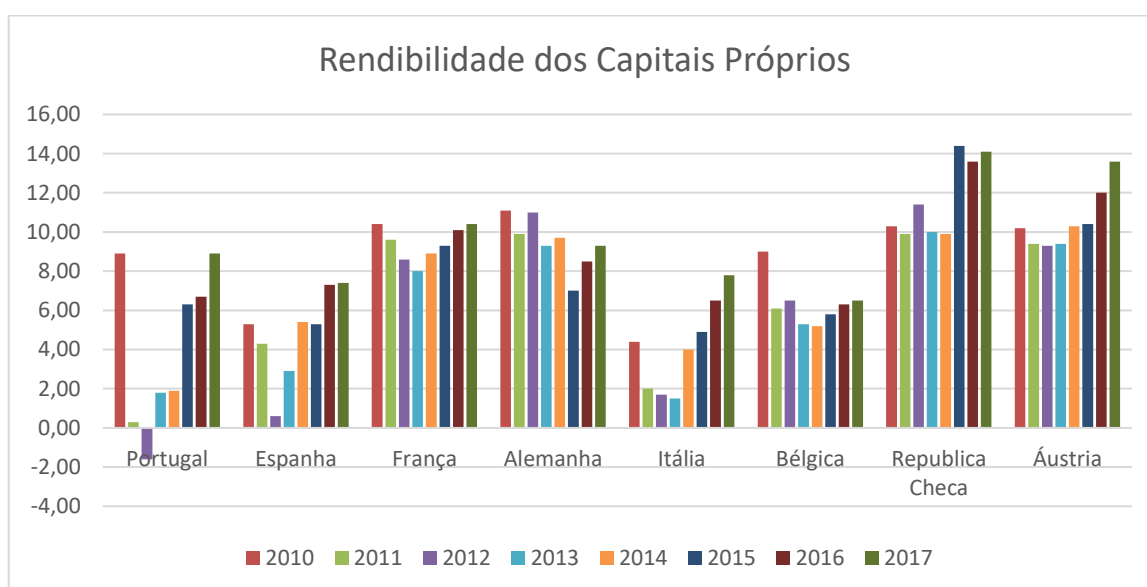


Figura 3.25 – Percentagem de Rendibilidade dos Capitais Próprios da totalidade das empresas dos vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Chegando ao final do ano de 2017 Portugal e França conseguiram atingir a mesma taxa de rendibilidade que no ano de 2010, já a Alemanha e a Bélgica não conseguiram recuperar atingindo assim valores de 1,8 p.p. e 2,5 p.p. a baixo do ano de 2010. Os restantes países conseguiram ultrapassar no ano de 2017, apresentando taxas superiores de rendibilidade às que apresentaram em 2010.

Verifica-se também que Portugal é o único país desta análise que apresenta um valor de capitais próprios negativos em 2012.

3.5.4 Investimento

Segundo a figura 3.26 e 3.27, ao analisar a taxa de investimento em Portugal, podemos verificar que em 2010 a taxa apresentava-se em 34,8%, diminuindo levemente para 34,5% e 34,3% em 2011 e 2012. Durante os anos de 2013 a 2016 voltou a recuperar atingindo 35,3% no último ano, no entanto no ano de 2017 voltou a descer para 34,8%, o mesmo que no ano de 2010.

Olhando para os restantes países da análise, verifica-se que a Bélgica, Alemanha e França têm taxas de investimento mais baixas que Portugal em 2010. Já a República Checa e a Áustria destacam-se com taxas de 45,2% e 51,2%, o que é bastante superior ao que Portugal apresenta.

Investimentos não financeiros								
	Portugal	Espanha	França	Alemanha	Itália	Bélgica	República Checa	Áustria
2010	34,80	37,30	30,50	29,00	34,30	24,30	45,20	51,20
2011	34,50	37,40	30,40	29,60	33,50	23,30	45,10	50,60
2012	34,30	38,40	30,60	28,50	33,30	24,30	46,00	51,70
2013	34,50	39,00	31,00	28,80	33,80	24,30	45,60	51,50
2014	35,20	38,00	31,50	28,80	33,20	25,20	45,60	48,70
2015	35,30	37,70	31,30	28,50	33,00	24,80	46,60	50,70
2016	35,40	38,20	30,90	29,40	32,80	23,40	44,20	50,10
2017	34,80	38,00	30,60	28,10	32,10	23,50	42,60	49,10

Figura 3.26 – Taxa de Investimento de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

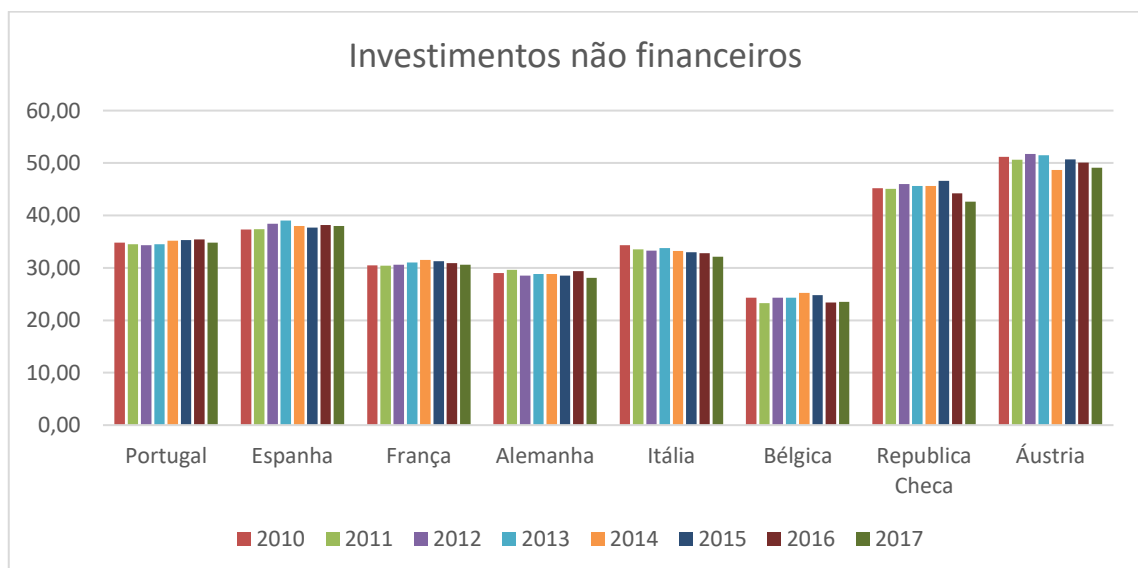


Figura 3.27 – Taxa de Investimento de vários países da UE (2010 a 2017)

Fonte: Banco de Portugal

Nos anos subsequentes segue a mesma orientação e percebe-se que a maior parte dos países analisados chegam a 2017, com valores inferiores ao que apresentavam no ano de 2010, no entanto Espanha e França foram a exceção e Portugal conseguiu atingir a mesma taxa de investimento que em 2010.

4 Conclusões finais

Neste capítulo faz-se uma síntese do trabalho, apresentam-se as principais conclusões, limitações e aspetos a melhorar, bem como sugestões para pesquisas futuras.

4.1 Síntese do trabalho desenvolvido

A crise económica e financeira, é um dos assuntos mais debatidos em todo o mundo e objeto de inúmeras discussões e publicações, principalmente por ter provocado grandes alterações na vida das pessoas, em muitos casos, bastante negativas.

Para que fosse possível responder aos objetivos identificados no ponto 1.3, fez-se um estudo de investigação, utilizando estudos existentes, compilando e comparando informação nacional e internacional sobre os elementos objeto do estudo.

Respondendo à questão nº 1 – O endividamento das empresas varia negativamente com a rendibilidade?

De acordo com a figura 4.1, podemos confirmar que durante o ano de 2010 a 2012, a rendibilidade teve tendência para descer enquanto o endividamento teve tendência para subir. A partir de 2013 a 2017, podemos verificar o contrário, ou seja, a rendibilidade subiu e o endividamento desceu. De acordo com os dados recolhidos ao longo destes anos, posso concluir que efetivamente o endividamento varia negativamente com a rendibilidade em termos gerais, no entanto, ao analisar os sectores e comparando-os nem sempre é visível de imediato quando a rendibilidade aumenta, a descida imediata do endividamento por exemplo no sector dos Transportes e Armazenagem. Saliento que de acordo com a teoria de *Pecking Order* e o estudo efetuado por Almeida (2016), abordando esta mesma questão, a mesma também confirmou esta relação com o endividamento e concluiu, que “as empresas preferem financiar-se com recursos gerados internamente. Assim, quanto mais elevada for a sua rendibilidade, maior o seu autofinanciamento e menor a necessidade de recorrer a financiamento externo”. Segundo Rogão (2006), as relações positivas por um lado, entre a tangibilidade e o endividamento e por sua vez entre a dimensão e o endividamento, permitem-nos aceitar como válida a teoria do *Trade-off*. Por um lado, as empresas com maior tangibilidade dos ativos recorrem mais ao endividamento, dada a maior facilidade de obtenção de crédito, na medida de que em caso de incumprimento do serviço da dívida existe um maior nível de ativos tangíveis que são usados como colaterais. Por outro lado, as

empresas de maior dimensão recorrem mais ao endividamento, dada a menor possibilidade de falência, justificando que o seu nível de endividamento seja decidido em função do *trade-off* entre custos de falência e benefícios fiscais.

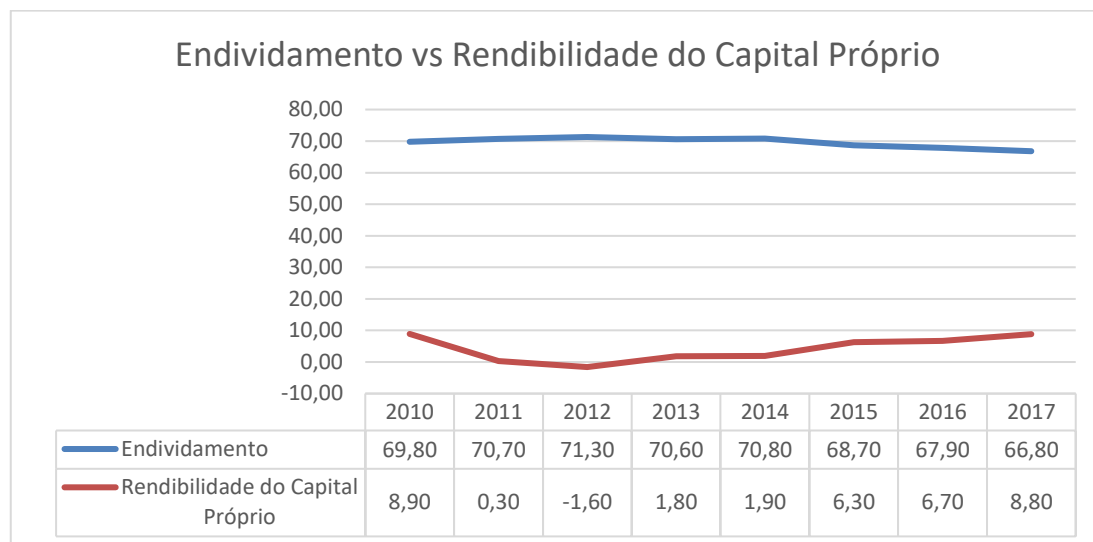


Figura 4.1 – Endividamento e Rendibilidade em % (2010 a 2017)

Fonte: Adaptado do INE e Banco de Portugal

Relativamente ao endividamento das famílias portuguesas, de acordo com os dados recolhidos, conseguimos perceber que desde 2012, no qual apresentava 92,94% de endividamento, que a redução tem vindo a ser constante e continua atingindo uma redução em 2017 de quase 22 p.p., atingindo assim 71,03% de endividamento. Verifica-se, que as famílias portuguesas têm estado mais conscientes do sobre-endividamento conseguindo diminuir o recurso ao crédito durante os anos em análise.

Relativamente à questão nº 2 – A autonomia financeira varia positivamente com a rendibilidade?

De acordo com a figura 4.2, podemos verificar que a autonomia financeira até ao ano de 2012 desce, enquanto que a rendibilidade também desce. E a partir do ano de 2013 a autonomia financeira começa a aumentar, bem como a rendibilidade.

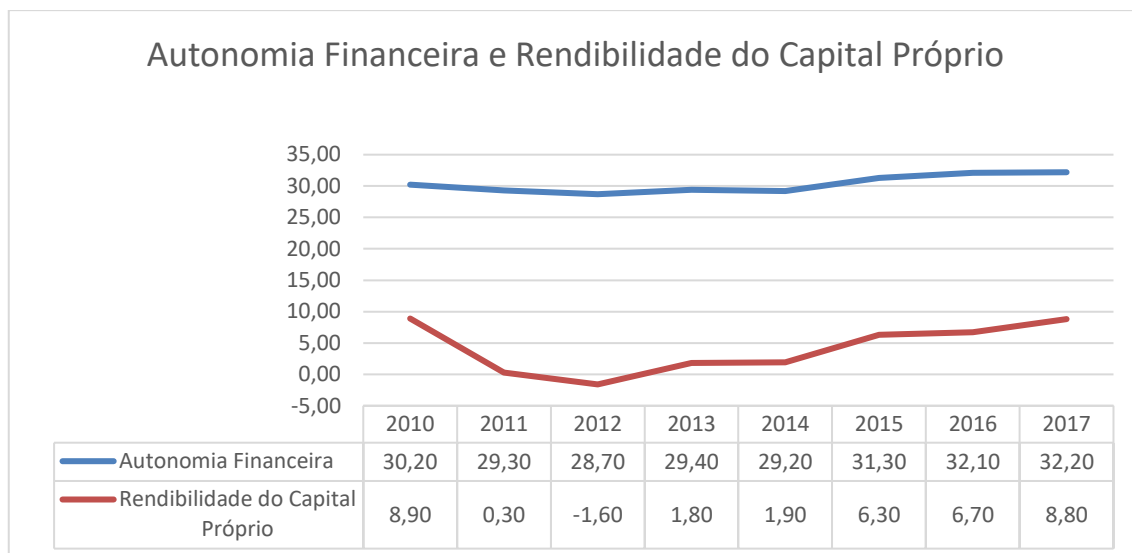


Figura 4.2 – Autonomia e Rendibilidade em % (2010 a 2017)

Fonte: Adaptado do Banco de Portugal

De acordo com os dados recolhidos, podemos verificar que a autonomia financeira varia positivamente com a rendibilidade.

Analisando a questão nº 3 -Será que quanto maior é o PIB, menor é a taxa de Desemprego?

Como podemos visualizar na figura 4.3, nos anos de 2010 a 2012 verificamos que enquanto a taxa de crescimento do PIB diminui, a taxa de desemprego aumenta. A partir do ano de 2013 a 2017, o PIB começa a aumentar e a taxa de desemprego, apesar de aumentar um pouco no ano de 2013, de 2014 a 2017 vai diminuindo sempre. Quando comparamos com outros países, podemos concluir que na generalidade, estes também têm a mesma tendência, com exceção da Alemanha que em 2010 tinha 4,1% de PIB e desceu até 2012 atingindo 0,5%, em 2013 manteve estes 0,5% e a partir de 2014 aumentou até 2016 atingindo 2,2% e em 2017 manteve o valor. E a taxa de desemprego em 2010 atingiu os 7%, descendo sempre até ano de 2017 onde atingiu os 3,7%.

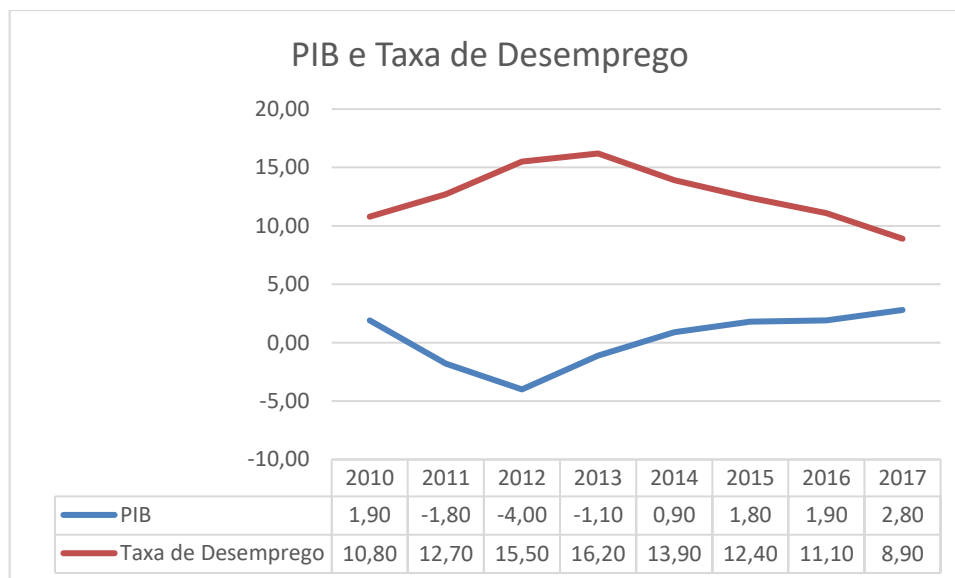


Figura 4.3 – PIB e Taxa de Desemprego em % (2010 a 2017)

Fonte: Adaptado do INE

Sendo assim e verificando este comportamento, consegue-se identificar que quanto maior é o PIB, menor é o desemprego.

Investigando questão nº 4 – A evolução do desemprego do período analisado, acompanha a rentabilidade das empresas?

Como podemos visualizar na figura 4.4, em 2010, a taxa de desemprego está com 10,8% e a rentabilidade com 8,9%. A partir de 2011 a 2013, a taxa de desemprego sobe, em contrapartida a rentabilidade desce em 2011 e em 2012. Sendo que a partir de 2013 a rentabilidade começa a aumentar e a taxa de desemprego começa a diminuir a partir do ano de 2014.

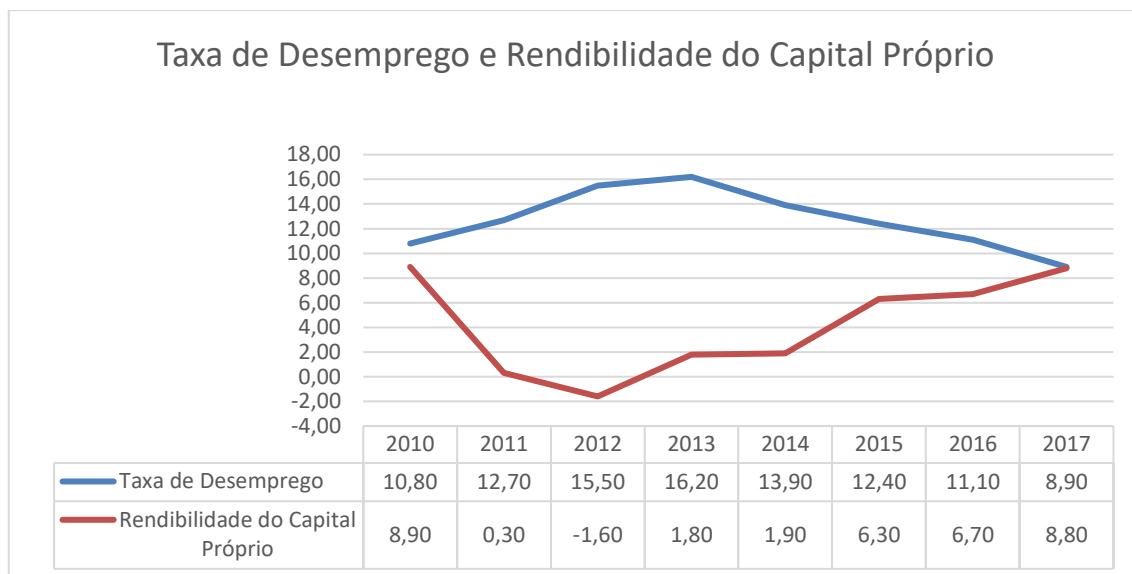


Figura 4.4 –Taxa de Desemprego e Rendibilidade em % (2010 a 2017)

Fonte: Adaptado do INE e Banco de Portugal

De acordo com esta tendência, pode-se confirmar que a evolução do desemprego acompanha em sentido contrário a rendibilidade.

Quanto à questão nº 5 – Existe relação entre a taxa de investimento das empresas e o PIB?

Ao analisar a figura 4.5 que representa a evolução dos anos analisados, em 2010 e 2012 o PIB desceu e a taxa de investimento também desceu até ao ano de 2013. A partir do ano de 2013, o PIB começou a subir e a taxa de investimento evoluiu no mesmo sentido a partir do ano de 2014.

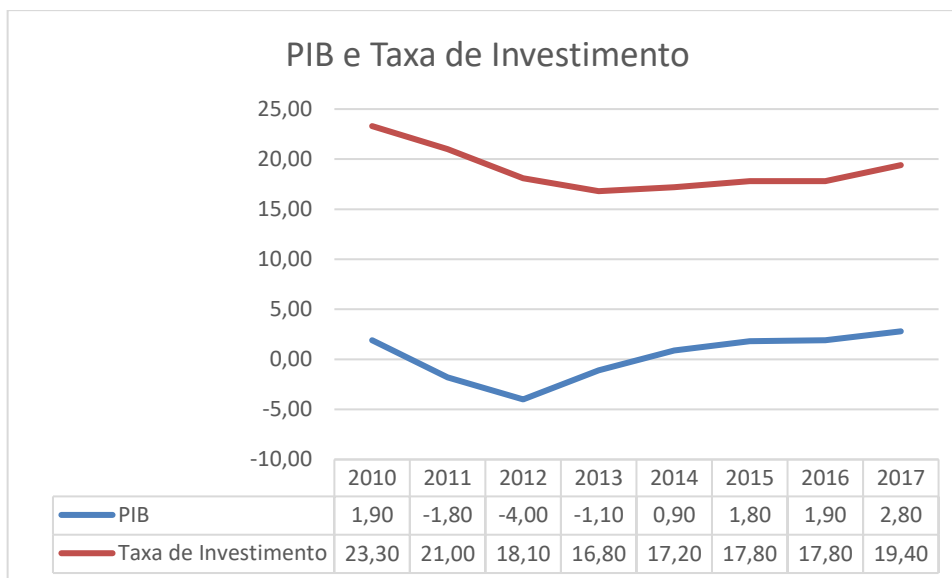


Figura 4.5 – PIB e Taxa de Investimento em % (2010 a 2017)

Fonte: Adaptado do INE

Tendo em conta os dados recolhidos e analisados existe uma relação de evolução no mesmo sentido entre o investimento das empresas portuguesas e o PIB.

Notas Finais

Pelos dados analisados percebe-se que Portugal e as empresas até ao ano de 2013 atingiram os piores valores em praticamente todos os indicadores estudados e daí para frente têm apresentado valores bastante melhores, podendo-se verificar que existe melhorias significativas. Em relação ao nível de endividamento das empresas, verificamos que continua muito alto face a outros países da Europa. No entanto, e conforme podemos concluir pela análise da figura 3.11 e 3.12 e de acordo com o que consta no Relatório da Comissão Europeia de 2018, “o endividamento do sector privado está a diminuir a um ritmo adequado, graças sobretudo a um crescimento económico mais rápido, embora a dívida acumulada também esteja a diminuir em valores absolutos”. Os rácios do endividamento das famílias e das empresas estão a diminuir, mas continuam a situar-se para além de níveis prudentes, afetando assim negativamente o investimento e o crescimento potencial.

De acordo com o Relatório da Comissão Europeia, Portugal continua a corrigir os seus desequilíbrios macroeconómicos. Registaram-se progressos significativos em termos de indicadores do mercado de trabalho. O forte crescimento do emprego traduziu-se numa correção drástica da taxa de desemprego, que caiu significativamente abaixo da média da área do euro, estando agora a níveis próximos dos verificados antes da crise. O desendividamento do sector privado está a progredir a um ritmo adequado, embora em abrandamento, e os bancos estão a reduzir os seus empréstimos de mau desempenho, conforme programado.

Desde 2017, a dívida pública registou igualmente uma tendência descendente, beneficiando das condições económicas favoráveis. As principais áreas em que o ajustamento é lento referem-se à posição externa líquida, em que o ritmo de melhoria diminuiu, e à produtividade do trabalho, que continua a ser inferior à média da UE, devendo aumentar apenas marginalmente. A produtividade e o crescimento potencial continuam a ser travados pelo baixo nível de investimento, uma vez que a percentagem no PIB da formação bruta de capital fixo de Portugal é uma das mais baixas da UE.

4.2 Limitações e sugestões para futuros trabalhos

As principais limitações deste trabalho foram essencialmente o tempo e dimensão do estudo, vários aspetos e condicionantes identificados na revisão de literatura que não puderam ser testados e o facto de ter sido uma análise relativa a apenas 8 anos e apenas trabalhar os grandes setores, que apesar de já ser trabalhoso, mas em termos de análise se o estudo fosse alargado a mais anos e detalhar os setores possivelmente chegaria a outras conclusões.

De acordo com a análise efetuada desta crise de Portugal, e de acordo com o relatório da Comissão Europeia e noutros estudos consultados, percebe-se que muitas das empresas conseguiram ultrapassar a crise, pela sua capacidade de adaptação, flexibilidade, verificar as necessidades dos seus clientes, inovando, fazendo diferente e melhor, ou seja, acima de tudo vocacionaram-se no cliente e nas suas necessidades. E por isso, caso haja no futuro uma próxima crise financeira, penso que a solução para a ultrapassar passará por as empresas se reinventarem, pois atualmente, as pessoas já não procuram o “tradicional”, mas sim o “diferente” e o querer experimentar outras opções. Por isso, seria interessante daqui a 5 anos analisar as *startups*, que nasceram nesta crise, e como é que evoluíram e cresceram no mercado. Será que no caso de existir uma outra crise, elas estão preparadas para a ultrapassar, utilizando a sua inovação e adaptação ao mercado? Ou por exemplo, seria interessante também verificar

de novo todos estes indicadores analisados no presente trabalho e observar se os valores melhoraram significativamente ou se de alguma forma, Portugal poderá ter uma recaída.

Referências Bibliográficas

- Almeida, Leopoldina (2016). *Estrutura de Capital das PME da Indústria Transformadora Alimentar*. Lisboa: ISCAL.
- Alves, Carla (2014). *A análise financeira de dois hospitais públicos portugueses*. Dissertação de Mestrado: Universidade da Beira Interior, Covilhã.
- Alves, Sara (2016). *Análise do Risco de crédito de empresas: aplicação ao caso do Ydreams*. Lisboa, Dissertação de Mestrado, ISCAL
- análise comparativa”. Dissertação de Mestrado em gestão, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Artifon, Simone; Piva, Maristela (2013). Endividamento nos dias atuais: Factores Psicológicos implicados neste processo. Disponível em <https://www.psicologia.pt/artigos/textos/A0771.pdf>
- Bação P., Carreira C. e Cerejeira J. (2017). *Investimento Empresarial e o crescimento da economia portuguesa*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.
- Bico, João (2016). *Sobre o contágio nos mercados bolsistas internacionais: Evidência de nove países*. Dissertação de Mestrado: ISCAL, Lisboa
- Bradley, M., G. Jarrell e E. Kim (1984). *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. Journal of Finance, Vol. 39, nº 3.
- Brandley, M.; Jarrell, G.; Kim, E. (1984). *On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence*. The Journal of Finance, v. 39, n. 3.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. 3rd Edition. United States of America: McGraw-Hill Companies, Inc..
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2007). *Princípios de Finanças Empresariais (8ª Ed.)*. Lisboa: McGraw-Hill.
- Breia, A., Mata, M., Pereira, V. (2014). *Análise Económica e Financeira – Aspetos Teóricos e Casos Práticos*. Lisboa: Rei dos Livros.
- Brie, Baudoin (1993). *Notation: principes et application*. Revue du financier nº 92
- Brigham, E. e J. Houston (1999). *Fundamentos da Moderna Administração Financeira*. São Paulo, Campus.
- Cardoso, L. (2011). *Estratégia e Competitividade: Como vencer nos negócios no ambiente vertiginoso e Global do Século XXI (3ª Ed.)*. Lisboa: Edições Babel.
- Carrilho, J.; Laureano, L.; Pimentel, L.; Prates, M.; (2005). *Elementos de Análise Financeira – Casos Práticos*; Publisher Team, Lisboa
- Carvalho, R. (2016). *Determinantes da Estrutura de Capital das PME Excelência*. Dissertação de Mestrado, Lisboa: ISCTE
- Coelho, Maria. (2013). *A Crise Económica e a metáfora da baleia branca: Representações Sociais e estratégias de Poupança*. Dissertação de Mestrado: Universidade do Minho Instituto de Ciências Sociais
- Costa, Daniela (2015). *Estrutura de Capitais Micro e Pequenas Empresas Sector Comercial*. Porto, Dissertação de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa.

- Costa, Sandra (2014). *Impacto da crise na Performance Económico-Financeira das Empresas*. Dissertação de Mestrado: Instituto Politécnico de Setúbal. Setúbal
- DeAngelo, H., & Masulis, R. (1980). *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. *Journal of Financial Economics*, 8.
- Demir, Y., Ş. Kalayci and İ. Çelik (2008). *Pecking order and trade-off theories in forming capital structure: an implementation in textile industry in the west mediterranean region of turkey*.
- Dias, Carla (2012). *Estrutura de Capital e Determinantes da Rendibilidade das Empresas do Distrito de Santarém*. Dissertação de Mestrado: Instituto Politécnico de Tomar.
- Durand, D. (1952). *Costs of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. (N.B. Research, Ed.) Conference on research in Business Finance.
- Europeia, Comissão (2018). *Relatório relativo a Portugal de 2018 que inclui a apreciação aprofundada da prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos que acompanha o documento Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao conselho, ao banco central Europeu e ao Eurogrupo*. Bruxelas. Disponível em <https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/2018-european-semester-country-report-portugal-pt.pdf>
- Europeia, Comissão (2019). *Relatório relativo a Portugal de 2019 que inclui a apreciação aprofundada da prevenção e correção dos desequilíbrios macroeconómicos que acompanha o documento Comunicação da Comissão ao Parlamento Europeu, ao conselho, ao banco central Europeu e ao Eurogrupo*. Bruxelas. Disponível em https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/file_import/2019-european-semester-country-report-portugal_pt.pdf
- Fama, E. (1970). *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. *The Journal of Finance*.
- Fama, E., & French, K. (2002). *Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends*, 15.
- Fernandes, António (2015). *Avaliação da Capacidade Financeira de Empresas de Construção*. Lisboa, Dissertação de Mestrado Técnico Lisboa
- Fernandes, Carla; et al (2012) - *Análise Financeira – Teoria e Prática*. Edições Sílabo, Lda. Lisboa.
- Fernandes, Filipe S. (2017). *Os exportadores portugueses*. Lisboa. Fundação Francisco Manuel dos Santos.
- Ferrão, Joaquim (2012), *O Endividamento das Empresas e das Famílias Portuguesas*, Lisboa. Disponível em <https://core.ac.uk/download/pdf/47131734.pdf>
- Figueiredo, Nuno (2014). *Anomalia entre risco e rendibilidade: Evidência no Mercado Português*, Aveiro, Universidade de Aveiro. Disponível em <https://ria.ua.pt/bitstream/10773/13930/1/Tese.pdf>
- Fonseca, R. (2016). *A Influência da Alavancagem na rendibilidade das PMES: O Caso da Indústria Têxtil*. Dissertação de Mestrado, Faculdade Economia da Universidade de Coimbra.
- Frade, C. (2006). *Desemprego e Sobreendividamento: Contornos de uma Ligação Perigosa*, Coimbra: Centro de Estudos Sociais.
- Fraga, Luís (2011). *Portugal: Uma crise em várias frentes*, Lisboa, Universidade Autónoma de Lisboa.

- Geroski, Paul A (1995). "What do we know about entry?" *International Journal of Industrial Organization*.
- Geroski, Paul A, José Mata, e Pedro Portugal (2010). "Founding conditions and the survival of new firms." *Strategic Management Journal*.
- Gil, Antonio Carlos (2007). *Como elaborar projetos de pesquisa*. São Paulo: Atlas.
- Hadlock, C.J. & James, C.M. (2002), "Do banks provide financial slack?", *Journal of Finance*, Vol. 57.
- Hennigen, I.; Ghelen, G. (2012). Com a vida no vermelho: psicologia e superendividamento do consumidor. *Pesquisas e Práticas Psicossociais*, São João del-Rei, v. 7, nº 2. Disponível em: https://ufsj.edu.br/portal2-repositorio/File/revistalapi/Volume7_n2/Hennigen,_Ines_&_Gehlen,_Gabriela.pdf
- Higson, C. et al. (2004). *The business cycle, macroeconomic shocks and the cross-section: The growth of UK quoted companies*. Economica.
- Holanda, N. (1975). *Planejamento e Projetos, uma introdução às técnicas de planejamento e de elaboração de projectos* (3º ed.). Rio de Janeiro: APEC/MEC, em convênio com o Instituto Nacional do Livro, Ministério da Educação e Cultura.
- Hunter, J. & ISACHENKOVA, N. (2006). Aggregate economy risk and company failure: an examination of UK quoted firms. *Journal of Policy Modeling*.
- INE (2004-2010), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2011), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2012), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2013), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2014), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2015), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2016), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2017), *Empresas em Portugal*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes
- INE (2019), *Contas Nacionais Trimestrais – Estimativa rápida 1º Trimestre de 2019*. Disponível em https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=353902457&DESTAQUESmodo=2
- Informa (2017), *Empreendedorismo em Portugal*. Disponível em http://www.aip.pt/uploads/Bibliotecas_de_Areas/Associados/INFORMA_Empreendedorismo_em_Portugal.pdf
- International Labour Office (2014). *Global Employment Trends 2014: Risk of a Jobless Recovery?* Geneva: International Labour Office.

- Jagels, M. G., & Coltman, M. M. (2004). *Hospitality management accounting, 8th ed.* New York: Wiley.
- Jorge, S. e Armada, M. (2001). *Factores Determinantes do Endividamento: Uma análise de Painel.* Revista de Administração Contemporânea 5.
- Junior, F. (2012). "A estrutura do Capital das PME's e das Grandes Empresas: Uma
- Krugman, P. (2009). *A crise de 2008 e a Economia da Depressão. 4. ed.* Rio de Janeiro, editora Elsevier.
- Lea S., Webley P., e Levine R., (1993). The economic psychology of consumer debt. *Journal of Economic Psychology.*
- Lea S., Webley P., e Walker C., (1995). Psychological factors in consumer debt: Money management, economic socialization, and credit use. University of Exeter, Department of Psychology.
- Leão, João; Martins, Ana; Gonçalves, João (2014). *Financiamento da Economia Portuguesa: um Obstáculo ao Crescimento.* Disponível em https://www.gee.gov.pt/RePEc/WorkingPapers/GEE_PAPERS_52.pdf
- Lintner, J. (1965). *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets.* Review of Economics and Statistics.
- Marques, M e Frade, Catarina (2004). "Regular o sobreendividamento". Observatório do endividamento dos consumidores. Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.
- Matijascic, M., Acioly, L., Chernavsky, E., Piñon, M., Leão, R. (2009) *Diagnóstico do Cenário Internacional e Desdobramentos da Crise Atual a Curto e Médio Prazos.* IPEA. Instituto de Pesquisa Económica e Aplicada.
- Mendes, Sara (2017). A Análise de investimentos em novas tecnologias: a importância da utilização de diferentes métodos de avaliação. Dissertação de Mestrado, Universidade do Minho, Escola de Engenharia.
- Miller, M. H. (1977). *Debt and Taxes.* Journal of Finance, 32, 2.
- Ministério das Finanças (2018), *Programa de Estabilidade 2018-2022.* Disponível em <https://www.portugal.gov.pt/pt/gc21/governo/programa/programa-de-estabilidade/ficheiros-estabilidade/programa-de-estabilidade-2018-20221.aspx>
- Modigliani F., e Brumberg R., (1954). *Utility analysis and the consumption function: na interpretation of cross-section data.* Post keynesian Economics.
- Modigliani, F., & Miller, H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.* American Economic Review, 48.
- Modigliani, F., & Miller, H. (1963). *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.* 53, 3.
- Morais, Lavínia Fernanda, (2013). *Determinantes e efeitos do endividamento das famílias em Portugal,* Bragança, IPB. Disponível em <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/10340/1/Lavínia%20Fernanda%20Magalhães%20Morais.pdf>
- Mossin, J. (1966). *Equilibrium in a Capital Asset Market.* Econometrica.
- Muller, K. de O. (2010). *Sociedade de consumo e cultura do endividamento: estudo de caso sobre os consumidores compulsivos em Porto Alegre, RS.* Trabalho de conclusão de curso. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- Myers, S. (1984). *The Capital Structure Puzzle.* The Journal of Finance, 39, 3.

- Myers, S. (2001). *Capital Structure*. Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, nº 2
- Nabais, C. & Nabais, F. (2011a). *Prática Financeira I: Análise Económica e Financeira. Lidel-edições técnica, Lda; 7ª edição*, Lisboa.
- Negash, M. (2001), “Debt, Tax Shield and Bankruptcy Costs: Some Evidence from Johannesburg Stock Exchange”. Invest. Anal. J. 54.
- Negócios, Jornal (2019), *Portugal cresce acima da média, mas há 13 países da UE com melhor desempenho*, Lisboa. Disponível em <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/europa/detalhe/portugal-cresce-acima-da-media-mas-ha-13-paises-da-ue-com-melhor-desempenho>
- Neumann, B. R.; Suver, J. D.; e Zelman, W. N. (1988) - *Financial Management: Concepts and Applications for Health Care Providers*. National Health Publishing. Owings Mills.
- Neves, J. C. (2007). *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais* (1.ª Edição, 19.ª Tiragem). Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro – Uma Visão Integrada de Gestão*. 5ª Edição. Alfragide: Texto Editores.
- Neves, J.C. (2011). *Análise e relato financeiro, uma visão integrada de Gestão*. Texto Editores.
- Noulas, A. & Genimakis, G. (2011). *The Determinants of capital structure choice: evidence from greek listed companies*. Applied Financial Economics, 21.
- Novo, A. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Aveiro: Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro.
- Observatório sobre crises e alternativas. (2013). *A anatomia da crise: Identificar os problemas para construir as alternativas*. Centro de Estudos Sociais. Retirado de http://www.ces.uc.pt/ficheiros2/files/Relatorio_Anatomia_Crise_final_.pdf.
- OECD, (2002). *Endividamento e sobre-endividamento das famílias conceitos e estatísticas para a sua avaliação*. Centro de estudos sociais da faculdade de economia da universidade de Coimbra.
- OECD, (2006). *Desemprego e sobreendividamento dos consumidores: Contornos de uma ligação perigosa*. Relatório no âmbito do Projeto Desemprego e Endividamento das Famílias.
- Oliveira, Eduardo (2015). *Determinantes do Endividamento Evidência Empírica para as Empresas do Distrito de Santarém*. Santarém, ESGT.
- Peixoto, Ana Filipa (2017). *A Estrutura de Capital da Indústria Hoteleira em Portugal: Hotéis de 4 e 5 Estrelas*. Dissertação de mestrado, Lisboa, ISCAL.
- Pequeno, Filipe (2013). *A Estratégia perante a Crise: Um Estudo sobre Portugal, Barcarena*, Universidade Atlântica.
- Peterson, P. (1994). *Financial Management and Analysis, 1st Edition, McGraw-Hill*.
- Poornima, S., & Manokaran. (2012). *Capital Structure Analysis of Asset Financing Services Industry in India*. Biz N Bytes: Journal of Applied Management & Computer Science, Janeiro.
- Pordata (2019), *Empresas e Pessoaal*. Disponível em <https://www.pordata.pt/Tema/Portugal/Empresas+e+Pessoaal-4>

- Portugal, Banco, *Boletim Económico Outubro de 2012*. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bol_outono12_p.pdf
- Portugal, Banco, *Estudos da Central de Balanços*. Disponível em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/124>
- Portugal, Banco, *Estudos da Central de Balanços*. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_26_2016.pdf
- Portugal, Banco, *Estudos da Central de Balanços*. Disponível em https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/estudos_da_cb_34_2018.pdf
- Portugal, Banco, *O Endividamento das Famílias: Uma análise microeconómica com base nos resultados do inquérito à situação financeira das famílias*. Disponível em <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/115>
- Públicas, Conselho das Finanças (2018). *Riscos Orçamentais e Sustentabilidade das Finanças Públicas – Relatório do conselho das Finanças Públicas nº 8/2018*. Disponível em https://www.cfp.pt/uploads/publicacoes_ficheiros/cfp-relatorio-8-2018.pdf
- Rebelo, Ana Filipa (2017). *Impacto da crise financeira na estrutura de capitais das empresas portuguesas*, Lisboa, ISCAL.
- Reinhart, Carmen M.; Rogoff, Kenneth S. (2010). *Crises financeiras: Fundamentos Operacionais*. In *Oito Séculos de Delírios Financeiros: Desta vez é diferente*. 2.^a ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Reis, J., Rodrigues, J. (2011). A crise como oportunidade? In J. Reis & J. Rodrigues (Org.) *Portugal e a Europa em Crise: Para acabar com a economia de austeridade*. (pp.11-15) Lisboa: Actual Editora.
- Ribeiro, Raquel; Frade, Catarina; Coelho, Lina; Valente, Alexandra (2014). *Crise Económica em Portugal: Alterações nas Práticas Quotidianas e nas Relações Familiares*. Livros de Atas do 1º Congresso da Associação Internacional de Ciências Sociais e Humanas em Língua Portuguesa disponível em [Livros_de_Actas_CONLAB_2015.pdf](https://www.uportu.pt/livros_de_actas_conlab_2015.pdf) (uportu.pt)
- Rodrigues, Carlos F. (2014). *Desigualdade aumenta na maioria dos países na UE*. Lisboa. Disponível em: <https://www.ffms.pt/FileDownload/79783fb3-9b9f-4ba1-9ee4-473b82834d0c/introducao-ao-estudo-desigualdade-do-rendimento-e-pobreza-em-portugal>
- Rogão, M. (2006). *Determinantes da Estrutura de Capitais das empresas cotadas Portuguesas: Evidência Empírica usando modelos de dados em painel*. Dissertação de Mestrado, Covilhã, Universidade da Beira Interior.
- Ross, S.A. (1977), *The determination of financial structure: the incentive signaling approach*, Bell Journal of Economics, Vol.8, nº1.
- Santos, Susana (2012). *O Risco na Análise de Investimentos*. Dissertação de Mestrado, Universidade Portucalense.
- Scott, J.H. (1976). *A theory of Optimal Capital Structure*. Bell Journal of Economics 74.

- Semedo, Isidro (2015) *Teorias da Estrutura de Capital das Empresas: Uma aplicação às empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisboa*. Dissertação Mestrado, Lisboa
- Sharpe, W. F. (1964). *Capital-Asset Prices - a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*. *Journal of Finance*, 19(3).
- Silva, Augusto Santos (2017), *Europa deve “preparar-se para a próxima crise”*, alerta o Ministro Negócios Estrangeiros, Lisboa. Disponível em <https://24.sapo.pt/actualidade/artigos/europa-deve-preparar-se-para-a-proxima-crise-ministro-negocios-estrangeiros>
- Silva, D. (2009). *O impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.
- Silva, F. R. V. A. (2011). *A Crise Financeira de 2007-2009 nas Empresas Não Financeiras do PSI-20 e do IBEX-35 - Dinâmica de Indicadores e o Impacto na Tecnologia*. Dissertação apresentada a Universidade Técnica de Lisboa para a obtenção do Grau de Mestre em Engenharia e Gestão Industrial.
- Sofia A. Perez e Manos Matsaganis (2017). *The Political Economy of Austerity in Southern Europe*. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/13563467.2017.1370445>
- Soros, G. (2008), *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What it Means*, New York: Public Affairs
- Sousa, Fernando (2015). *O Crescimento Económico em Portugal na Atual Crise Financeira*, Lisboa, Universidade Lusófona de Humanidades e das Organizações.
- Spiro, H., T. (1990). *Finanças para Gerentes não Financeiros*. McGraw- Hill. S. Paulo: Makron Books.
- Suaréz Suárez, Andrés S. (1977). *Decisiones Óptimas de inversión y financiación em la Empresa*. Ed. Pirámide, Madrid.
- Teixeira, Aurora (2019). *Exportações: uma história recente de sucesso*. Disponível em: <http://www.portugalglobal.pt/PT/PortugalNews/Paginas/NewDetail.aspx?newId=%7BAEF8744E-6BF5-4EF4-A292-F4CCF917D296%7D>
- Teles, N. (2008). *A crise e o processo de financeirização em Portugal*. In J. Reis & J. Rodrigues (Org.), *Portugal e a Europa em Crise – Para acabar com a economia de austeridade*. Lisboa: Atual Editora.
- Tong, G. and Green, C. (2005), *Pecking Order or Trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies*, *Applied Economics*, Vol. 37.
- Vieira, Elisabete Simões e Novo, António João, (2010). *A estrutura de capital das PME: evidência no mercado português*. Estudos do ISCA.
- Walker C., (1996). *Financial management, coping and debt in households under financial strain*. *Journal of Economic Psychology*.
- Warneryd k., (1989). *On the Psychology of saving: an essay on economic behavior*. *Journal of Economic Psychology*.
- Whalen, R. (2008). *“The Subprime Crisis - Cause, Effect and Consequences”*. Networks Financial Institute Policy Brief.
- Williams, O. (2009). *Análise de Índices e Indicadores da Atividade Leiteira – Estudo de Caso da Pecuária Leiteira Brasileira*. Dissertação de Mestrado: ISCTE, Brasil

Zerrenner, S. A. (2007). *Estudo sobre as razões para a população de baixa renda*.
Dissertação Mestrado: Universidade de São Paulo.