

Instituto Politécnico de Lisboa

Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa



Dissertação de Mestrado

A evolução do endividamento, estrutura de capital e rendibilidade nas
empresas portuguesas

Setor do vestuário e setor do alojamento, restauração e similares

Aluno Guilherme Neto Camilo N° 20170120

Mestrado em Controlo de Gestão e dos Negócios

Orientadora: Professora Especialista Maria Carlos Annes

Constituição do Júri: Professora Doutora Maria do Rosário Justino (Presidente)

Professor Especialista Arménio Fernandes Breia (Arguente)

Professora Especialista Maria Carlos Annes (Vogal)

Lisboa, outubro de 2020

Instituto Politécnico de Lisboa
Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa

Dissertação de mestrado

A evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas
empresas portuguesas

Setor do vestuário e setor do alojamento, restauração e similares

Guilherme Neto Camilo Nº 20170120

Dissertação submetida ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Controlo de Gestão e dos Negócios, realizada sob a orientação científica de Maria Carlos da Paixão S. Mourato Annes, professora especialista na área das Finanças Empresariais.

Constituição do Júri: Professora Doutora Maria do Rosário Justino (Presidente)

Professor Especialista Arménio Fernandes Breia (Arguente)

Professora Especialista Maria Carlos Annes (Vogal)

Lisboa, outubro de 2020

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

Agradecimentos

A todos os que direta ou indiretamente deram o seu contributo na realização desta dissertação deixo o meu mais sincero agradecimento.

Uma palavra especial à minha orientadora Professora Especialista Maria Carlos da Paixão S. Mourato Annes pela disponibilidade, a orientação, o apoio e a objetividade que me dispensou ao longo da execução deste trabalho.

Gostaria ainda de lhe manifestar o meu apreço e admiração pela forma como transmite e partilha o seu conhecimento e experiência com os seus alunos.

Por fim não posso deixar de agradecer ao nosso mui nobre ISCAL e a todos os docentes e colegas que me acompanharam ao longo do meu percurso académico, quer na licenciatura em Finanças Empresarias, como no mestrado em Controlo de Gestão e dos Negócios.

Foi um gosto fazer parte desta instituição.

Epígrafe

“Sábio é aquele que reconhece os limites da própria ignorância”.

Sócrates

Resumo

Esta dissertação analisa a evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas.

Trata-se de um tema que tem sido alvo de diversas análises, nomeadamente através da sua relação com a mais recente crise financeira, tornando-se assim bastante apelativo e uma das principais razões para a elaboração desta dissertação.

Após um período conturbado, caracterizado por uma forte crise económica e financeira nos últimos anos, na qual o país foi obrigado a recorrer a assistência financeira por parte do fundo monetário internacional, a importância de uma gestão correta, eficaz e assertiva do fundo de maneio e da capacidade de utilização da estrutura financeira é cada vez mais um fator a ter em consideração.

Este ambiente proporcionou uma diminuição das alternativas externas de financiamento, bem como uma redução do nível de vendas, que juntamente com os baixos níveis de autonomia financeira das empresas, obrigou a que grande parte destas recorressem a financiamentos, aumentando os seus níveis de endividamento.

Neste momento, Portugal atravessa um novo ciclo, caracterizado pelo melhoramento das condições socioeconómicas na maioria dos setores de atividade, onde as empresas atravessam um período de crescimento e estabilidade.

De forma a concretizar este estudo, recorreu-se à análise de indicadores económico-financeiros, com base na central de balanços do Banco de Portugal.

Dada a grande diversidade das empresas em análise e a discrepância de alguns dados setoriais, de forma a limitar o estudo este incide em dois setores de atividade (setor do vestuário e setor do alojamento, restauração e similares) e em dois tipos de empresas, as microempresas e as pequenas e médias empresas, onde serão analisados e comparados internacionalmente alguns indicadores de liquidez, endividamento e estrutura de capital, funcionamento e eficiência e rentabilidade.

Palavras-Chave: Estrutura de Capital, Endividamento, Rentabilidade, Microempresas, Pequenas e Médias Empresas, Financiamento, Indicadores Económico-Financeiros

Abstract

This dissertation will analyse the evolution of indebtedness, capital structure and rentability in Portuguese companies.

This is a theme that has been the subject of several analyses, namely through its relationship with the most recent financial crisis, thus becoming quite appealing and one of the main reasons for the elaboration of this dissertation.

After a troubled period characterized by a strong economic and financial crisis in the recent years, where the country was forced to resort to financial assistance from the international monetary fund, the importance of proper, efficient and assertive management of working capital and ability to use the financial structure is increasingly a factor to be taken into account.

This environment led to a diminution of the external financing alternatives, as well as a reduction in the level of sales, which together with the low levels of financial autonomy of companies, forced many of them to resort to financing, increasing their levels of debt.

At this moment, Portugal is going through a new cycle, characterized by the improvement of socio-economic conditions in most sectors of activity, where companies are going through a period of growth and stability.

In order to carry out this study, will be used the analysis of economic and financial indicators, based on the central of balance from Bank of Portugal.

Given the big diversity of the companies under analysis, and the discrepancy in some sectorial data, in order to limit the study, it focuses on two sectors of activity (clothing sector and accommodation, restaurants and similar sectors) and two types of companies, the micro and small and medium-sized companies, where some indicators of liquidity, indebtedness and capital structure, functioning and efficiency and profitability will be analyzed and compared internationally.

Keywords: Capital Structure, Indebtedness, Rentability, Micro Enterprises, Small and Medium Enterprises, Financing, Economic and Financial Indicators

Índice

Introdução	1
Capítulo I - Introdução ao projeto de investigação	2
1.1. Objeto da investigação	2
1.2. Objetivos da investigação.....	3
1.2.1. Objetivo geral.....	3
1.2.2. Objetivos específicos.....	3
1.3. Metodologia	3
1.3.1. Descrição dos métodos utilizados	3
1.3.2. Metodologia de recolha de dados primários.....	4
1.4. Motivação e importância do tema	4
1.5. Contributos esperados do estudo.....	4
Capítulo II – Enquadramento teórico	5
2.1. Estruturas de capital	5
2.2. Teorias sobre estruturas de capital.....	6
2.2.1. Abordagem tradicional.....	6
2.2.2. Abordagem de Modigliani e Miller - 1958.....	7
2.2.2.1. Proposição I.....	7
2.2.2.2. Proposição II	7
2.2.2.3. Proposição III.....	8
2.2.3. Modigliani & Miller – 1963	8
2.2.3.1. Teoria do Efeito Fiscal	9
2.2.4. Teoria <i>Trade-Off</i>	9
2.2.5. Custos de falência.....	10
2.2.6. Teoria da agência.....	11
2.2.6.1. Custos de agência do capital próprio.....	12
2.2.6.2. Custos de agência da dívida	13
2.2.6.3. O efeito dos custos de agência nas decisões de financiamento das empresas.....	14

2.2.7.	Teoria da assimetria de informação e sinalização	14
2.2.8.	<i>Pecking Order</i>	15
2.2.9.	Teoria <i>Market Timing</i>	16
2.3.	Estudos sobre estruturas de capital das empresas portuguesas	17
2.4.	Acesso ao financiamento.....	20
2.5.	Endividamento	21
2.6.	Micro, pequenas e médias empresas	22
2.6.1.	Vantagens	23
2.6.2.	Utilização do Crédito	23
2.6.3.	Dificuldades de acesso ao financiamento.....	23
2.6.4.	As fontes de financiamento	24
2.6.5.	A influência do ciclo de vida das empresas.....	24
2.6.6.	Financiamento bancário	25
2.6.6.1.	<i>Factoring</i>	25
2.6.6.2.	<i>Leasing</i>	26
2.6.6.3.	<i>Renting</i>	27
2.6.6.4.	Livrança.....	28
2.6.6.5.	Crédito conta corrente / caucionada	29
2.6.7.	Outras fontes de financiamento.....	29
2.6.7.1.	<i>Bootstrapping</i>	30
2.6.7.2.	<i>Capital de risco – Business Angels</i>	30
2.6.7.3.	<i>Crowdfunding</i>	31
2.6.7.4.	Fontes de financiamento alternativas	32
2.6.8.	Acordos de Basileia.....	33
2.6.9.	Métodos de avaliação do risco de crédito	37
Capítulo III – Estudo empírico.....		38
3.1.	Definição da amostra e dados utilizados	40
3.2.	Setores de atividade.....	41

3.3.	Abordagem.....	45
3.4.	Indicadores económico-financeiros selecionados	45
3.4.1.	Rácios de liquidez	46
3.4.2.	Rácios de endividamento e estrutura de capital	47
3.4.3.	Rácios de funcionamento e eficiência	48
3.4.4.	Rácios de rendibilidade	49
3.5.	Análise dos dados.....	50
3.5.1.	Setor do vestuário.....	50
3.5.2.	Setor do alojamento, restauração e similares	65
3.5.3.	Comparação internacional.....	80
	Conclusão.....	83
	Limitações.....	95
	Referências Bibliográficas	96
	Apêndices.....	103
I.	Comparação internacional – setor do vestuário	103
II.	Comparação internacional – setor do alojamento, restauração e similares	104
III.	Comparação internacional – generalidade dos setores.....	105

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Dimensão das empresas.....	22
Tabela 2 - Empresas no setor do vestuário.....	42
Tabela 3 - Evolução dos principais indicadores no setor do vestuário (em milhares de euros).....	43
Tabela 4 - Empresas no setor do alojamento, restauração e similares.....	43
Tabela 5 - Evolução dos principais indicadores no setor do alojamento, restauração e similares (em milhares de euros).....	44
Tabela 6 - FM, NFM e Tesouraria no setor do vestuário (em milhares de euros).....	52
Tabela 7 - Gestão do Fundo Maneio no setor do vestuário.....	54
Tabela 8 - Rácios de endividamento e estrutura de capital no setor do vestuário.....	55
Tabela 9 - Rácios de crédito bancário no setor do vestuário.....	57
Tabela 10 - Peso dos ATF e dos Gastos de Financiamento no setor do vestuário.....	59
Tabela 11 - Rácios de rotação no setor do vestuário.....	61
Tabela 12 - Prazos médios e duração do ciclo de exploração no setor do vestuário.....	62
Tabela 13 - Rácios de rendibilidade no setor do vestuário.....	64
Tabela 14 - FM, NFM e Tesouraria no setor do alojamento, restauração e similares (em milhares de euros).....	67
Tabela 15 - Gestão do fundo de maneio no setor do alojamento, restauração e similares.....	69
Tabela 16 - Rácios de endividamento e estrutura de capital no setor do alojamento, restauração e similares.....	69
Tabela 17 - Rácios de crédito bancário no setor do alojamento, restauração e similares.....	71
Tabela 18 - Peso dos AFT e dos Gastos de Financiamento no setor do alojamento, restauração e similares.....	73
Tabela 19 - Rácios de rotação no setor do alojamento, restauração e similares.....	75
Tabela 20 - Prazos médios e duração do ciclo de exploração no setor do alojamento, restauração e similares.....	76
Tabela 21 - Rácios de rendibilidade no setor do alojamento, restauração e similares.....	78

Índice de Figuras

Figura 1 - Estrutura ótima de capital.....	6
Figura 2 - Empresas por classes de dimensão	38
Figura 3 - Empresas por setores de atividade económica	39
Figura 4 - Rácios de liquidez no setor do vestuário	50
Figura 5 - Rácios de liquidez no setor do alojamento, restauração e similares.....	65

Índice de Abreviaturas

- AF** – Autonomia Financeira
- AFT** – Ativos Fixos Tangíveis
- AT** – Ativo Total
- BdP** – Banco de Portugal
- BIS** – Bank for International Settlements
- CMVMC** – Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas
- DLCE** – Duração Líquida do Ciclo de Exploração
- D/E** – *Debt to Equity*
- EBITDA** - Resultado antes de Juros, Impostos, Amortizações e Depreciações
- FM** – Fundo de Maneio
- FMI** – Fundo Monetário Internacional
- FSE** – Fornecimentos e Serviços Externos
- G10** – Organização internacional que reúne representantes dos bancos centrais do Alemanha, Bélgica, Canadá, Estados Unidos, França, Itália, Japão, Países Baixos, Reino Unido e Suécia.
- I&D** – Investigação e Desenvolvimento
- IAPMEI** – Instituto de Apoio a Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento
- LG** – Liquidez Geral
- LI** – Liquidez Imediata
- LR** – Liquidez Reduzida
- NFM** – Necessidades de Fundo de Maneio
- OCDE** – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico
- PME** – Pequenas e Médias Empresas
- PMI** – Prazo Médio de Inventários
- PMP** – Prazo Médio de Pagamentos
- PMR** – Prazo Médio de Recebimentos
- RCP** – Rendibilidade dos Capitais Próprios
- ROA** – Rendibilidade Operacional do Ativo
- ROV** – Rendibilidade Operacional das Vendas
- RWA** – *Risk Weighted Assets*
- SNF** – Setor Não Financeiro
- T** – Tesouraria
- VN** – Volume de Negócios
- WACC** – Custo Médio Ponderado de Capital

Introdução

A presente investigação tem como tema “A evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas”. O seu desenvolvimento terá como base a elaboração de um estudo relativamente ao impacto e evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas, tendo como objetivo analisar e compreender a importância destes indicadores nas empresas, bem como a necessidade de recorrer a estes de forma a preservar e sustentar o bom funcionamento das mesmas.

A forte crise financeira vivida nos últimos anos foi um dos fatores que potenciou o agravamento dos custos do endividamento das empresas, sendo este um fator a ter em consideração na hora de recorrer a financiamentos.

O tecido empresarial português é fortemente caracterizado pelo endividamento, descapitalização e fragmentação das empresas, com predominância das pequenas e médias empresas que recorrem ao endividamento bancário de forma a financiarem os seus ativos. No entanto, são as grandes empresas, que representam apenas 0,3% do total de empresas em Portugal, as responsáveis por 42% do total do volume de negócios gerado nas sociedades não financeiras, em acordo com os dados do Banco de Portugal.

Um estudo recente, elaborado pela OCDE, afirma que em Portugal verificam-se melhorias na rentabilidade e no crédito malparado dos bancos, ainda que estas variáveis continuem a não ser uma boa comparação em termos europeus. A organização propõe assim que o país aplique melhorias na lei de insolvência de pessoas singulares (considerada como bastante restritiva) e a criação de um mecanismo extrajudicial que facilite a liquidação de empresas inviáveis dado à demora dos processos judiciais.

Capítulo I - Introdução ao projeto de investigação

1.1. Objeto da investigação

As microempresas e as pequenas e médias empresas representam um papel muito importante na sociedade portuguesa, uma vez que proporcionam uma vasta lista de oportunidades de emprego e são as maiores contribuidoras para o bem-estar das comunidades regionais. Os pequenos empresários e empreendedores são os grandes pilares da sociedade e é necessário apoiá-los e motivá-los a efetuarem um desenvolvimento contínuo e sustentável.

Cerca de 99% das empresas que compõem o tecido empresarial português são microempresas e pequenas e médias empresas, onde o volume de negócios destas representa mais de metade do total nacional.

Este tipo de empresas tem muitas vezes reduzida escolha quanto aos instrumentos de financiamento, estando muito dependentes do crédito bancário (*bank based system*), dada a inacessibilidade ao mercado de capitais (*market based system*).

Apesar de estarmos a atravessar um momento de aparente melhoria das condições económicas, desde 2010 que o país vivia perante uma forte crise financeira que poderá ter tido impacto significativo ao nível do endividamento, estrutura de capital e rendibilidade das empresas, surgindo desta forma a oportunidade de aprofundar o tema e de compreender as razões que estão subjacentes a estes indicadores e eventualmente concluir sobre a veracidade dessas convicções, dando em simultâneo um pequeno contributo para o conhecimento no que respeita a esta temática.

É com base no exposto que se pretende estudar a evolução do nível de endividamento, estrutura de capital e rendibilidade nas empresas portuguesas e os seus determinantes, bem como verificar se estes são influenciados por fatores endógenos à empresa - dimensão, crescimento, composição do ativo, outros benefícios fiscais não relacionados com a dívida e risco económico – ou por fatores relacionados com a estratégia seguida - inovação, exportação e quota de mercado - ou ainda por outros relacionados com o setor onde a empresa está inserida - endividamento alvo, munificência, dinamismo e concentração do setor.

Após a revisão da literatura sobre os temas acima mencionados, o estudo empírico basear-se-á na análise longitudinal de rácios económicos e financeiros para dois setores de atividade: vestuário e alojamento, restauração e similares.

1.2. Objetivos da investigação

1.2.1. Objetivo geral

O objetivo central da presente investigação é avaliar o endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas, através do impacto de alguns fatores, como:

- Gestão financeira de curto prazo na performance operacional;
- Impacto da crise económica e financeira sobre as políticas de gestão de fundo de maneiio das empresas;
- Condicionantes do endividamento e crédito bancário;

Como conclusão será importante avaliar a existência de relação entre o endividamento e a rentabilidade das empresas, identificar o seu possível impacto na rentabilidade e justificar o recurso à sua utilização por parte das empresas.

1.2.2. Objetivos específicos

Face ao objetivo definido, a presente investigação terá os seguintes objetivos específicos:

- Analisar as estruturas de capitais das empresas portuguesas e compreender a necessidade de recorrer a instituições financeiras;
- Analisar o impacto do endividamento nas empresas portuguesas, com ênfase nas pequenas e microempresas, uma vez que são estas que compõem a maior parte do tecido empresarial;
- Analisar a evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas;
- Relacionar o endividamento com a rentabilidade das empresas.

1.3. Metodologia

1.3.1. Descrição dos métodos utilizados

Para alcançar os objetivos propostos nesta investigação, respeitar-se-ão as seguintes vias:

- Quanto aos procedimentos e ao enquadramento teórico, aplicar-se-á uma metodologia ajustada através de pesquisa bibliográfica e documental.

Segundo Reis (2010), a pesquisa bibliográfica explica um problema fundamentando-se nas informações retirados de livros, revistas impressas e virtuais, material audiovisual,

entrevistas e documentos, de diferentes autores que se pronunciam sobre o tema selecionado para o estudo.

Em relação ao método de investigação tratar-se-á de uma análise baseada em indicadores económico-financeiros.

De forma a serem alcançados os objetivos propostos nesta pesquisa e partindo do referencial teórico existente, estes indicadores serão alvo de uma criteriosa avaliação, para que se verifique a sua capacidade explicativa e determinante no endividamento, estrutura de capital e rentabilidade das empresas portuguesas.

1.3.2. Metodologia de recolha de dados primários

A investigação utilizará como principal ferramenta de recolha de dados a Central de Balanços do Banco de Portugal, que será um elemento fundamental para extrair a informação financeira agregada dos setores em análise.

Embora as demonstrações financeiras da maioria das empresas não sejam auditadas, estando por isso mais expostas a problemas relacionados com qualidade e fiabilidade da informação, o período selecionado para análise minimiza esse problema, uma vez que a introdução do Sistema de Normalização Contabilística em 2010, para a generalidade das empresas portuguesas, veio potenciar uma maior transparência, comparabilidade e consequente qualidade relativamente ao reporte financeiro.

1.4. Motivação e importância do tema

Durante o percurso académico este é um tema alvo de uma forte análise, acumulando grande parte dos conceitos até aqui adquiridos, tornando-se assim bastante atrativo e completo.

Desta forma e aliando um forte interesse pessoal, este é um tema que permitirá aprofundar alguns conceitos com elevada importância na gestão empresarial.

1.5. Contributos esperados do estudo

O presente estudo visa dar um contributo para a investigação da formação académica no desenvolvimento e análise de empresas, mais especificamente através do impacto e evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas empresas portuguesas, permitindo assim compreender quais os principais fatores que influenciam a necessidade de financiamento destas empresas.

Capítulo II – Enquadramento teórico

2.1. Estruturas de capital

A estrutura de capital é a forma como uma empresa se financia e a forma como aplica os seus capitais, isto é, se esta se financia através de capitais próprios ou capitais alheios e se os aplica em bens de investimento que possuam maturidades elevadas ou em bens circulantes de maior liquidez.

A procura de uma estrutura ótima de capital é um dos grandes desafios da gestão financeira, em que o objetivo é minimizar o custo total de financiamento e, em simultâneo, maximizar o valor do investimento para os acionistas/sócios.

“A escolha da estrutura de capital varia ao longo do tempo e de acordo com as empresas.” (Korajczyk & Levy, 2003).

Ao longo do ciclo de vida de uma empresa, esta precisa de financiamento para o exercício da sua atividade e para a realização de investimentos. Para dar resposta a estas necessidades de financiamento, a empresa pode recorrer a uma combinação de capitais próprios, capitais alheios e instrumentos híbridos. Será a proporção utilizada entre o capital próprio e o capital alheio que determinará a estrutura de capital da empresa. A questão está em determinar qual a proporção ótima, isto é, qual a proporção entre capitais próprios e capitais alheios (tendo em conta as aplicações ou investimentos) mais favorável que permita maximizar o valor da empresa, tendo em conta determinados níveis de rendibilidade e risco.

As teorias referentes à estrutura de capital permitem à empresa determinar o modo mais correto de balancear os seus recursos, através da utilização do capital próprio em conjunto com o capital alheio, obtendo assim a maximização do seu valor, bem como a minimização do custo médio ponderado de capital (WACC) e ainda possibilita identificar o grau de endividamento ideal com o objetivo de maximizar o valor de mercado da empresa.

É possível então concluir que a estrutura de capital ótima se obtém através da junção dos fatores internos e externos à empresa, maximizando o seu valor, e subsequentemente, minimizando as dificuldades financeiras como a escassez de liquidez (Teixeira 2012).

A maioria dos autores partilha a mesma opinião relativamente à importância das decisões de financiamento nas estruturas de capital das empresas.

Na figura 1 podemos observar uma representação gráfica da estrutura ótima de capitais, onde através da minimização do WACC conseguimos obter o máximo valor da empresa.

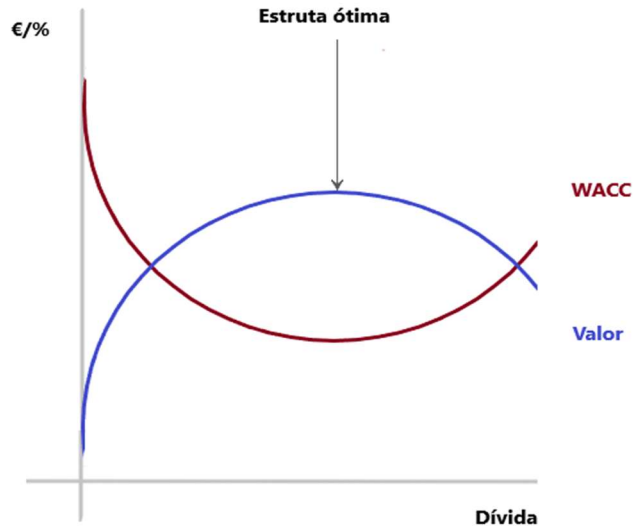


Figura 1 - Estrutura ótima de capital

Fonte: Elaboração Própria - adaptado de Padrão R. (2007)

2.2. Teorias sobre estruturas de capital

2.2.1. Abordagem tradicional

Vários foram os autores que demonstraram interesse por este tema, criando diversas teorias, no entanto a primeira vez que este assunto foi abordado foi em 1952 por David Durand, que criou aquela que ficou denominada como teoria Tradicional da Estrutura de Capital. Esta teoria fundamenta a existência de uma estrutura de capital ótima que maximiza o valor da empresa através de um valor de capital próprio que nunca deverá ser inferior ao do capital alheio para níveis moderados de dívida. Como tal, as empresas tendencialmente aumentariam a sua dívida até ao ponto em que o WACC fosse minimizado, representando assim a estrutura de capitais ótima a partir da qual haveria um aumento do risco financeiro da empresa e o seu valor diminuiria.

Os investidores classificam este risco financeiro gerado pelo endividamento de diversas formas, sendo a primeira abordagem à corrente tradicionalista feita por Brealey & Myers (1998). As vantagens obtidas nestas decisões de endividamento centram-se no aumento dos valores das ações, da rentabilidade da empresa e na poupança fiscal inerente.

A segunda abordagem está relacionada com o mercado de capitais imperfeito onde se procura uma estrutura ótima de capitais minimizando os custos de financiamento e maximizando o valor da empresa, ou seja, a minimização dos custos das diferentes formas de financiamento (capital próprio e capital alheio).

2.2.2. Abordagem de Modigliani e Miller - 1958

No ano de 1958, Modigliani e Miller publicaram o artigo “*The Cost of Capital Corporate Finance and Theory of Investment*”, iniciando assim uma nova abordagem ao estudo sobre a estrutura de capitais das empresas. Neste estudo, os autores basearam-se em pressupostos simplificadores da atividade econômica, tais como, a inexistência de impostos, a ausência de custos de transação e de falência, de assimetria de informação e de custos de agência e a racionalidade dos investidores.

Tendo por base algumas análises efetuadas à sua teoria, Modigliani e Miller foram os pioneiros na criação de uma das bases do pensamento moderno sobre a estrutura de capital em finanças empresariais - princípio da irrelevância da estrutura de capital. Segundo Modigliani & Miller “o valor da empresa é, em certas condições, independente da estrutura de capital” (Modigliani & Miller, 1958), não existindo assim uma estrutura de capital ótima onde as suas alterações influenciem o valor de mercado da empresa.

Esta nova abordagem opõe-se à abordagem tradicional que remete para a existência de uma estrutura de capital ótima, onde minimiza o custo de capital e maximiza o seu valor.

De forma a explicar a sua teoria, os autores criaram três proposições a partir dos dois critérios de tomada de decisão racional, a maximização dos lucros e do valor de mercado.

2.2.2.1. Proposição I

A Proposição I de Modigliani & Miller (1958) defende que o valor da empresa é, em determinadas condições, independente da estrutura de capital. No entanto, esta teoria tinha subjacente um conjunto de pressupostos irrealistas, tais como, condições de endividamento idênticas para empresas e investidores, bem como mercados de capitais perfeitos - inexistência de impostos pessoais e sobre os lucros, inexistência de custos de transação e de falência, inexistência de assimetria de informação e de custos de agência do capital próprio e da dívida.

2.2.2.2. Proposição II

Na Proposição II, Modigliani & Miller (1958) estabelecem que a taxa de rentabilidade esperada pelos investidores aumenta proporcionalmente ao rácio de endividamento, calculado com base no valor de mercado da empresa.

Segundo Augusto (2006), na segunda proposição as opções tomadas pelas empresas quanto à estrutura de capitais não terão influência nos seus acionistas, pois um aumento do

rendimento esperado das ações resultante de um aumento do endividamento não os beneficiará, ainda assim irá compensá-los pelo aumento do risco financeiro.

De acordo com Brealey et al. (2007), a taxa de rentabilidade esperada das ações aumenta consoante o aumento do rácio entre a dívida e o capital próprio. Porém, este aumento é indiferente aos acionistas uma vez que o aumento da taxa de remuneração esperada é compensado pela taxa de risco exigida pelos mesmos.

Em 2010, Maquieira & Vieito dizem-nos que esta proposição demonstra que o custo de capital próprio de uma empresa aumenta em função do endividamento, pois quanto mais alavancada for a empresa maior será a rentabilidade exigida pelos acionistas, funcionando como um prémio adicional para cobrir estes riscos.

Foram ainda efetuados alguns trabalhos posteriores ao de Modigliani & Miller que demonstraram a relevância da estrutura de capitais na definição do valor de uma empresa, isto, caso estejamos na presença de mercados imperfeitos.

Na prática, num mundo irreal isento de impostos, os indivíduos e as empresas podem financiar-se através de taxas iguais.

Apercebendo-se das limitações do seu modelo, em 1963 os autores publicaram uma alteração ao artigo original, com uma visão mais realista e consensual, tornando-se um modelo a considerar em concorrência com a visão tradicional.

2.2.2.3. Proposição III

Na Proposição III, os autores identificam a política de investimento em detrimento da política de financiamento como o fator chave na determinação do valor da empresa.

A forma como um investimento é financiado torna-se irrelevante para o valor da empresa, sendo a taxa de rentabilidade esperada dos investimentos a chave na determinação do valor da mesma, devendo então a empresa aceitar investimentos com uma taxa de rentabilidade igual ou superior ao seu custo do capital.

2.2.3. Modigliani & Miller – 1963

Apesar dos esforços feitos pelos autores no sentido de tornar o seu modelo competente, ao ponto de concorrer com a visão tradicional, a verdade é que face aos pressupostos de um mercado de capitais perfeito em que o modelo de Modigliani & Miller se baseia, este continua a apresentar limitações.

Em 1963, como tentativa de ultrapassar as limitações apresentadas pelo seu modelo e aumentar a sua proximidade à realidade, os autores voltaram a publicar um novo artigo.

2.2.3.1. Teoria do Efeito Fiscal

Após vários anos de investigação, em 1963, Modigliani e Miller efetuaram uma correção ao que anteriormente haviam publicado no ano de 1958.

Esta atualização ficou conhecida como teoria do efeito fiscal e destaca-se da anterior pela introdução da vertente fiscal na sua pesquisa, através da revisão do pressuposto que incluía a ausência de impostos.

Modigliani e Miller (1963) chegaram assim à conclusão que os juros relativos ao endividamento da empresa podiam ser deduzidos a nível fiscal. A estrutura de capital passaria assim a ter importância na determinação do valor da empresa, isto porque o endividamento leva a uma diminuição do custo médio ponderado de capital, aumentando assim o seu valor.

O valor da empresa seria assim maximizado quando o valor do endividamento fosse máximo, na medida em que os juros de dívida fiscalmente dedutíveis reduzem o valor de imposto a pagar.

De acordo com Myers (1984), existe uma relação entre o endividamento de uma empresa e os seus benefícios fiscais, assim quando o endividamento de uma empresa aumenta, os seus benefícios fiscais também aumentam, ainda assim como o aumento do endividamento proporciona um aumento do risco, este valor é equilibrado pelo benefício fiscal da dívida.

2.2.4. Teoria *Trade-Off*

Com o passar dos anos acabam por surgir novas teorias que incutem um maior realismo à investigação sobre a estrutura de capital. Entre elas está a teoria do *trade-off*.

A teoria do *trade-off* destaca-se pela introdução da dedutibilidade dos encargos financeiros da dívida no modelo de Modigliani & Miller (1963;1958), associando-se assim à estrutura ótima de capital.

Este modelo baseia-se num ajustamento a atingir em função de um ótimo previamente definido pela empresa. Neste caso, a empresa estabelece como objetivo a atingir o rácio de dívida sobre o valor da empresa (Myers, 1984).

Existe então um nível de endividamento onde a probabilidade de falência é irrelevante, no entanto a adoção de políticas financeiras arriscadas provoca alguma incerteza quanto ao sucesso das empresas, na medida em que o aumento do capital alheio na estrutura de capital a um determinado nível torna os custos relacionados com a falência preocupantes, Brigham, Eugene & Houston (1999).

Em 2001, Myers assume que os gestores devem explorar e aprofundar os benefícios fiscais, visto que uma elevada rentabilidade poderá também significar um lucro tributável maior, podendo as empresas recorrer ao endividamento de forma a reduzir esse lucro, sem possuírem dificuldades financeiras.

Fama & French (2002), afirmam que no modelo *trade-off* as empresas determinam a sua estrutura ótima através da ponderação dos custos e dos benefícios do aumento da dívida na estrutura de capital da empresa, onde os benefícios da dívida são a redução do problema de agência associado ao fluxo de caixa e a dedutibilidade fiscal dos juros de financiamento.

De acordo com Novo & Vieira (2010), “A consideração do efeito fiscal decorrente do uso de dívida, combinado com o efeito dos custos de falência, resultou na abordagem *trade-off*, esta sustenta a ideia de que, se por um lado, o endividamento tem vantagens para a empresa por meio do benefício fiscal que lhe está associado, por outro, tem também custos associados à falência das empresas, sendo a probabilidade de incorrer em falência mais elevada quanto maior for o grau de endividamento da empresa.”.

2.2.5. Custos de falência

No ano de 1966 foram introduzidos os custos de falência por autoria de Robichek e Myers. Segundo Brealey e Myers (1998), estes resultam do incumprimento das obrigações da empresa para com os seus credores.

Baxter criou um dos primeiros artigos que tem em atenção os custos de falência onde este faz referência à existência de custos associados à falência, sejam eles administrativos ou estejam ligados à redução dos resultados antes de juros e impostos (Baxter, 1967 citado por Ana Miranda, 2011)¹.

Os custos de falência podem ser classificados de duas formas:

¹ Baxter, N. (1967). Leverage Risk of Ruin and the Cost of Capital. The Journal of Finance, 22, 395-403.

- Diretos – custos associados ao processo de falência da empresa (advogados, administrativos, despesas legais);
- Indiretos – resultam da percepção de que a empresa está em dificuldades, existindo uma forte possibilidade de falência (perda de clientes por quebra de fornecimento/assistência, quebra de fornecimento por parte dos fornecedores, reputação, funcionários).

Na teoria, os custos diretos possuem um menor peso relativamente aos custos indiretos, no entanto estes não devem ser ignorados nas discussões referentes à estrutura de capital.

Haugen & Senbet concluíram que esses custos não influenciam diretamente a escolha de uma estrutura ótima de capital, no entanto devido às economias de escala e à necessidade de utilização de processos judiciais, quanto menor a dimensão da empresa maior será o impacto destes (Haugen & Senbet, 1978 citado por Sérgio Franco, 2017)².

Mais tarde, no ano de 1984, Altman através de um estudo pronunciou-se relativamente aos custos indiretos de falência, considerando que anteriormente Warner teria ignorado custos como perdas nas vendas e nos lucros, perdas de oportunidade de gerência, o custo dos novos créditos e a dificuldade ou impossibilidade de obtenção de novos empréstimos.

Estes custos indiretos de falência acabam por representar uma grande parte dos custos de uma empresa, sendo necessária uma seleção criteriosa relativamente às alternativas de financiamento.

2.2.6. Teoria da agência

Posteriormente, surge o primeiro estudo que relaciona a teoria da agência com a estrutura de capital das empresas. Este estudo realizado por Jensen & Meckling (1976) tem como tema “*The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*”. No desenvolvimento deste modelo os autores consideraram os pressupostos anteriormente identificados por Modigliani & Miller na teoria do efeito fiscal. Como resultado do estudo em questão, os autores identificaram dois tipos de custos de agência que afetam de forma negativa o valor da empresa:

- Custos de agência do capital próprio;

² Haugen, R. A., & Senbet, L. W. (1978). The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *The Journal of finance*, May. 383-393.

➤ Custos de agência da dívida.

A relação de agência ocorre entre a pessoa que delega os poderes, o proprietário e o agente, que tem a capacidade de decidir, executando um determinado serviço em nome de outrem. O proprietário identifica vantagens acrescidas no agente, pois na maioria das vezes não possui capacidade ou apresenta limitações em atos de gestão, colmatando assim a escassez de recursos financeiros da parte do agente e aproveitando o *know-how* possuído por este.

Para Santos (2013), “A teoria de agência relaciona-se com os problemas que surgem com a separação entre a propriedade e o controle, que tem origem nas diferentes motivações e objetivos, na assimetria de informação e nas diferentes preferências de risco que existem entre o principal (proprietário e/ou acionistas) e os agentes (gestores).”.

Os problemas de agência ocorrem assim quando existe uma divergência entre os interesses de ambos, na perspectiva do agente as suas decisões são influenciadas pelo interesse pessoal (maximização dos bens pessoais), por outro lado o grande objetivo do acionista é maximizar o capital próprio.

Os custos de agência afetam o valor da empresa, como tal é crucial determinar uma estrutura de capital que controle e tenha a capacidade de reduzir estes custos.

2.2.6.1. Custos de agência do capital próprio

Estes custos decorrem de conflitos de interesses entre os gestores (agente) e os acionistas (principal), como consequência da separação entre a propriedade e a gestão da empresa. O gestor tem um maior incentivo para maximizar os seus ganhos em detrimento dos ganhos dos acionistas e da maximização do valor da empresa.

No ano de 1976, Meckling dizia-nos que caso se aumente o uso de dívida é possível então diminuir os custos de agência derivados deste excedente, isto porque o pagamento de juros é superior, o que leva a uma diminuição do fluxo de caixa disponível. Este endividamento pode reverter na promoção da expansão da empresa e aumento do seu valor, por forma a conciliar o interesse destes dois intervenientes.

De acordo com Novo (2009), os custos de agência do capital próprio resultam do somatório dos seguintes custos:

- Custos de criação de contratos;
- Gastos nos procedimentos de vigilância das atividades do agente;

- Gastos realizados pelo agente para justificar a sua atuação;
- Perdas residuais que resultam na diminuição da riqueza.

Existem, no entanto, formas de reduzir os custos de agência, como por exemplo, o aumento da participação dos gestores no capital da empresa, o recurso ao endividamento e ainda a diminuição da maturidade dos contratos de endividamento que permitem também obter uma estrutura ótima de capitais.

2.2.6.2. Custos de agência da dívida

Os custos de agência da dívida são o resultado dos conflitos de interesses entre credores da empresa e acionistas, na maioria das vezes estes ocorrem pelo investimento por parte dos acionistas em projetos que apresentam muitas vezes elevado risco, financiados por credores. Como salvaguarda, os credores exigem taxas de remuneração mais elevadas e contratos de empréstimos onde estes sejam privilegiados.

Grinblatt, Hillier & Titman (2002) afirmam que existem três tipos de decisões tomadas pelos acionistas que podem aumentar estes custos:

- Decisões de Miopia, ocorrem quando os acionistas preferem projetos de investimento que geram resultados num curto espaço de tempo em vez de optarem por projetos de investimento mais rentáveis, com um *payback* superior;
- Sub-investimento, quando existe por parte do acionista a decisão de não investir em projetos que possuam um valor atual líquido positivo com um nível de endividamento elevado, uma vez que implicaria que fossem os credores a absorver a maioria dos benefícios resultantes do projeto;
- Decisões de substituição de ativos, ocorrem quando os acionistas preferem assumir projetos de elevado risco a taxas de juros superiores, mesmo que estes apresentem um valor atual líquido negativo.

Desta forma é então necessária uma intervenção mais apertada por parte dos credores, segundo Novo (2009) as medidas mais utilizadas por estes são:

- Não conceder novos empréstimos à empresa;
- Aumentar os custos dos empréstimos para compensar o aumento do risco;
- Acompanhar e controlar o risco da empresa de forma a evitar que esta se valorize à custa de dívida.

De forma a reduzir os custos, são utilizados como garantia os ativos, reduzindo assim a probabilidade de incumprimento da dívida. Neste contexto os ativos fixos tangíveis têm um peso superior na hora de contratualizar empréstimos, isto porque apresentam índices de liquidação superiores aos dos ativos.

2.2.6.3. O efeito dos custos de agência nas decisões de financiamento das empresas

Os primeiros a abordar esta questão foram Jensen e Meckling (1976), estes tiveram por base os pressupostos da teoria de efeito fiscal de Modigliani e Miller, onde a relação de agência existia sob a forma de contrato unindo assim o acionista, o gestor e/ou o credor. Neste caso, o gestor recebe parte do poder de decisão através do acionista, tendo assim como principal objetivo a maximização do lucro em detrimento dos interesses dos acionistas. Esta teoria procura assim analisar os conflitos de interesse que possam existir entre as partes, tendo em conta a divergência de prioridades.

De acordo com Teixeira, Prado e Ribeiro (2011), os custos de agência “são os conflitos de interesses existentes entre acionistas, credores e gerentes, uma vez que as decisões empresariais que podem beneficiar um grupo normalmente são prejudiciais ao outro”.

Estes conflitos são superiores quando há *cash-flow* disponível na empresa, isto porque, a gestão pode decidir investir em projetos de risco elevado com rendibilidade desconhecida em vez de ponderar investir no desenvolvimento futuro da empresa. Por sua vez, na ótica dos acionistas o ideal é distribuir os resultados.

Quando os custos de agência do passivo aumentam, os credores tendem a aumentar o custo do passivo e assim desmotivam os gestores a pedir emprestado.

2.2.7. Teoria da assimetria de informação e sinalização

De acordo com este conceito apesar da quantidade de informação e da frequência com que esta é introduzida no mercado, não existe ainda a igualdade na informação recebida pelos vários intervenientes da empresa, isto é, os gestores continuam com informação privilegiada relativamente às empresas, aos riscos associados ao negócio, bem como à evolução dos mercados quer no presente quer no futuro, comparativamente com os investidores externos.

A presença de assimetria de informação é evidente, sendo o caso mais comum o aumento dos dividendos por parte das empresas. Este aumento proporciona uma subida do preço das ações, sendo este movimento interpretado pelos investidores como um sinal de confiança por parte dos gestores em resultados futuros.

Ross (1977), garante-nos que existe troca de informação entre os investidores, de tal forma que aqueles que possuem melhores informações acabam por transmitir essas mesmas aos investidores menos informados. Este afirma ainda que as empresas que mais recorrem à dívida são as empresas com maior rendibilidade e maior perspectiva de crescimento, em contrapartida das empresas com menor rendibilidade e perspectiva de crescimento.

Harris & Raviv (1991), consideram que a assimetria de informação existe nas situações em que os gestores das empresas tenham em seu poder informações privilegiadas que os investidores não possuam. A informação detida pelos gestores pode ser a nível operacional, mas também pode incidir sobre as características das empresas, tais como os riscos envolvidos, os retornos previstos, as oportunidades de investimento e as decisões operacionais.

A existência de informação assimétrica originou duas novas correntes: a teoria da sinalização e a teoria *pecking order*.

A teoria da sinalização foi impulsionada por Leland & Pyle (1977) e Ross (1977). De acordo com esta teoria as empresas podem enviar dados para o mercado como forma de divulgação da informação referente às empresas. Exemplos destes dados são as decisões de financiamento e a distribuição de dividendos que se transformam em informações da empresa para o mercado.

Geralmente um aumento dos dividendos é visto como um sinal positivo, no sentido em que se espera que a empresa futuramente gere lucros superiores, no entanto os investidores também vêm no endividamento um sinal de qualidade nas empresas, visto que normalmente as empresas com maiores dificuldades financeiras apresentam níveis reduzidos de endividamento, para além de ficarem obrigadas a disponibilidades cíclicas e os gestores disporem de menos capital. Em contrapartida, as emissões de capital próprio são vistas de forma negativa, pois estas indiciam uma partilha de eventuais prejuízos futuros por parte da empresa para com os novos acionistas.

2.2.8. *Pecking Order*

A teoria *pecking order* é também chamada de teoria da hierarquização das fontes de financiamento e foi desenvolvida por diversos autores, entre eles Ross (1977), Leland e Pyle (1977), Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), sendo consolidada ao longo dos anos.

Esta teoria considera que as empresas no ato de tomada das decisões de financiamento seguem uma sequência hierárquica por consequência das assimetrias de informação entre os gestores e investidores.

Segundo Myers (1984) a hierarquização deve seguir determinados princípios, tais como:

- A empresa deve dar prioridade ao financiamento interno;
- Deve existir uma adaptação gradual dos rácios de distribuição de dividendos às oportunidades de investimento, por parte dos gestores;
- As políticas de distribuição dos dividendos devem depender da capacidade de gerar fluxos de caixa internamente;
- Caso seja necessário recorrer a financiamento externo, as empresas devem ser criteriosas na escolha e optar primeiro pelo mais estável/seguro.

Através da retenção de lucros gerados, das emissões do passivo e das emissões de capital próprio (quando já não tiverem capacidade de endividamento), as empresas devem assim financiar o seu crescimento através de fundos gerados internamente, sendo assim a estrutura de capital das empresas e o endividamento oscilam de acordo com os recursos internos.

Ross (1977), diz-nos que o facto de os gestores possuírem informações privilegiadas, através das escolhas relacionadas com a estrutura financeira da empresa, influencia a transmissão de informações para o mercado relativamente à qualidade da empresa,

Myers (1984) é da opinião de que as empresas mais rentáveis são aquelas que menos recorrem ao endividamento e privilegiam o financiamento interno, sendo este suficiente para financiar os seus investimentos. Por outro lado, as empresas menos rentáveis têm mais necessidade de recorrer ao financiamento externo, levando a que acumulem mais dívida. Já mais tarde este acredita que a teoria *pecking order* é ótima para descrever o comportamento financeiro das empresas.

2.2.9. Teoria *Market Timing*

No ano de 2002, surgiu por intermédio de Baker e Wurgler a teoria do *market timing*. Esta teoria afirma que as empresas jogam com a oscilação do preço das suas ações de forma a emitirem dívida quando o seu valor de mercado é inferior ao contabilístico (cotação das ações inferior) e por outro lado emitem novas ações quando o seu valor de mercado é superior ao valor contabilístico (elevada cotação das ações).

Como tal, as empresas que sofram maiores oscilações no seu preço apresentam níveis de endividamento inferiores, uma vez que vão emitir mais ações do que títulos de dívida. Relativamente às empresas menos bem vistas no mercado, estas vão preferir emitir dívida de forma a aumentar os níveis de endividamento.

2.3. Estudos sobre estruturas de capital das empresas portuguesas

Entre 1992 e 1996 os autores Esperança, Gulamhussen e Gama (2003) efetuaram testes sobre diversos fatores que influenciam as decisões de estrutura de capital, tais como, os custos de falência, a dimensão, os impostos, a composição do ativo, as oportunidades de crescimento e até mesmo a idade.

Dos testes efetuados foi possível confirmar apenas algumas das hipóteses colocadas até à data, sendo que as restantes acabaram por não se confirmar. Os resultados demonstraram que as variáveis relacionadas com os benefícios fiscais, bem como as da dívida e rendibilidade apresentaram uma relação negativa com o endividamento, enquanto as variáveis composição do ativo, dimensão e crescimento apresentaram uma relação positiva com o endividamento.

Como tal e pela dificuldade em encontrar uma variável que avalie corretamente o risco, não foi possível confirmar a relação negativa entre o risco económico e o endividamento.

As variáveis idade e oportunidades de crescimento apresentaram uma relação contrária à esperada, mas sem significância estatística. Por outro lado, as oportunidades de crescimento apresentaram uma relação positiva para com o endividamento enquanto o número de anos de vida apresentou uma relação negativa.

De acordo com os resultados obtidos, os autores chegaram às seguintes conclusões:

- A gestão financeira das empresas pequenas está fortemente relacionada com os critérios de natureza fiscal;
- Os custos de falência assumem um papel importante, sendo estes vulneráveis ao endividamento;
- A dimensão da empresa é um fator crucial no acesso ao financiamento (particularmente a longo prazo);
- Para os credores são mais importantes as garantias prestadas do que os ganhos obtidos pela empresa;
- As empresas mais recentes são as que estão mais dependentes de financiamento;

- Através da relação positiva entre o crescimento e o endividamento é possível afirmar que a estrutura de capital é determinada pela necessidade de recursos a investir.

Foi ainda possível concluir que o efeito indústria é importante, pois foram encontrados diferentes níveis de risco e diferentes estruturas de capital entre indústrias. Por exemplo, empresas relacionadas com a indústria da madeira e cortiça, produtos de metal, maquinaria e equipamentos de transporte tinham rácios de endividamento superiores à média.

Entre os anos de 2000 e 2005, os autores Vieira e Novo (2010) investigaram a estrutura de capital das PME portuguesas de onde concluíram que a teoria que melhor explicava a sua estrutura de capital era a *pecking order theory*.

Os resultados foram obtidos através de análise estatística e apontam para o facto de a capacidade de endividamento das empresas aumentar consoante a sua dimensão, juntamente com a existência de uma relação positiva entre o risco e o endividamento de longo prazo (contrária ao esperado) e uma relação consideravelmente negativa entre a rendibilidade do ativo e o endividamento.

Ao contrário do que era de esperar, a antiguidade, que era habitualmente usada como medida de reputação, não se mostrou adequada, bem como os níveis de benefícios fiscais para além da dívida, a composição dos ativos e o crescimento também não foram relevantes. Como tal, e em acordo com a teoria *pecking order* as PME portuguesas privilegiam a utilização do autofinanciamento, em seguida o financiamento externo, essencialmente bancário e apenas como última opção é então equacionado o aumento de capital.

Portugal é considerado como um país onde o financiamento se baseia no sistema bancário (*bank based system*) e com um fraco acesso ao mercado de capitais ao contrário de outros países desenvolvidos, como o Reino Unido ou Estados Unidos da América, em que o financiamento se baseia sobretudo no mercado de capitais (*market based system*).

Em 2011, Cardoso tentou verificar se as teorias sobre as estruturas de capital, baseadas em grandes empresas americanas, se aplicavam a pequenas empresas portuguesas inseridas no setor da programação e consultoria informática. O estudo teve como base 1235 PME, na sua maioria microempresas, com dados entre 2005 e 2009. As variáveis que apresentaram significância estatística foram a rendibilidade, os ativos tangíveis e os intangíveis. Embora se verificassem algumas diferenças entre as variáveis analisadas, foi possível confirmar as hipóteses previstas anteriormente, com exceção dos ativos intangíveis que apresentaram uma

relação positiva com a dívida (devido à dificuldade em obter o justo valor destes, era esperada uma relação negativa entre os ativos intangíveis e o endividamento).

Oliveira, em 2012 procurou identificar os determinantes da estrutura de capital através de uma amostra de 1743 PME portuguesas, pertencentes a diferentes setores, entre os anos de 2007 e 2010. Foi então possível concluir que não existia um padrão identificável entre as abordagens efetuadas pelas empresas e algumas das teorias, porém reconheceu um conjunto de atributos que influenciam as decisões de financiamento de médio e longo prazo. Entre estes atributos, os que apresentam maior significância estatística, estão os ativos tangíveis, dimensão e rendibilidade.

As empresas que detêm um maior número de ativos tangíveis utilizam-nos como garantia, reduzindo assim o risco e os custos de agência, isto porque os credores têm preferência por este tipo de ativos atribuindo-lhes maior liquidez do que aos ativos intangíveis, facilitando assim a atribuição de crédito e aumentando os níveis de endividamento.

De acordo com a teoria *pecking order* as empresas que geram recursos internos suficientes para se financiarem preferem utilizá-los em vez de recorrer ao financiamento externo, conservando alguma capacidade de endividamento para quando for estritamente necessário.

A reputação, o risco do negócio e alguns atributos como os benefícios fiscais que não provêm de endividamento apresentam menor capacidade de explicação, chegando mesmo em alguns casos a contrariar o esperado (benefícios fiscais), o que permite concluir que não faz parte das prioridades dos gestores das PME a redução do lucro tributável, ao contrário do que era esperado.

Deste modo, em 2012 Oliveira concluiu que devem ser encaradas como complementares as diferentes abordagens relativamente às estruturas de capital, onde as decisões das empresas nestas matérias «respeitam um conjunto de atributos que resultam da sobreposição das abordagens teóricas referidas pela literatura.» (Oliveira, 2012:55)

Da mesma forma, Proença (2012) efetuou um estudo empírico de forma a examinar as características da estrutura de capital de um conjunto de 12.857 PME portuguesas por ano, entre os anos de 2007 e 2010, onde tinha também como objetivo verificar qual o impacto da crise financeira de 2008.

Foi então possível concluir que a estrutura do ativo, a liquidez e a rendibilidade são as características que determinam e melhor explicam a estrutura de capital das PME analisadas.

Estas características determinantes relacionam-se com o endividamento de curto, médio e longo prazo de forma divergente, ou seja, enquanto os determinantes como a estrutura do ativo, liquidez, dimensão e rendibilidade se relacionam de forma negativa com o endividamento de curto prazo, em contrapartida relacionam-se positivamente com o endividamento de médio e longo prazo. A rendibilidade relaciona-se negativamente com o endividamento de curto, médio e longo prazo, por outro lado o crescimento relaciona-se positivamente com o endividamento de médio e longo prazo.

Foi ainda possível concluir que durante a crise financeira os rácios de endividamento apresentavam uma tendência decrescente sem relevância estatística e os níveis de endividamento variavam em relação ao setor de atividade onde as empresas operavam.

2.4. Acesso ao financiamento

O acesso ao financiamento reflete a capacidade de as empresas encontrarem as fontes de financiamento mais adequadas às suas necessidades. O financiamento pode variar consoante as características da empresa, no entanto o ambiente económico do país onde estas se inserem acaba por ser também um elemento fundamental.

Regra geral, as empresas portuguesas que se encontrem sobre endividadas apresentam níveis de passivo na sua estrutura financeira superiores à média das restantes empresas europeias. Os fatores determinantes desse excessivo endividamento podem estar relacionados com diferentes aspetos, entre os quais destacam-se os problemas de agência, como são definidos em Jensen e Meckling (1976) - muitas empresas enfrentam-nos eventualmente quando têm a necessidade de recorrer a novas fontes de financiamento. Nesta linha, o mesmo autor faz menção aos resultados da investigação realizada por Kim e Sorensen (1986). Estes observaram que as empresas com uma maior proporção de capital detido internamente eram aquelas que mais recorriam ao passivo financeiro, precisamente pelo facto de serem confrontadas com maiores custos de agência de capital próprio, no caso de decidirem pela abertura do capital.

Aos aspetos acima mencionados juntam-se o dinamismo do setor financeiro português e o peso modesto do mercado de capitais na economia portuguesa que facilitam o recurso ao endividamento tornando-o na solução mais óbvia, logo após esgotados os fundos internamente gerados, em consonância com o exposto na teoria do *pecking order*.

2.5. Endividamento

Tal como já mencionado anteriormente, para poderem implementar as suas oportunidades de crescimento as empresas podem utilizar o capital próprio (através de lucros retidos ou emissão de ações) ou capitais alheios (obrigações, empréstimos bancários ou locações financeiras).

Quando uma empresa opta pela emissão de endividamento tem ao seu dispor essencialmente três formas de o fazer, emitindo endividamento através de obrigações (emitidas no mercado doméstico, num mercado estrangeiro de obrigações ou no mercado internacional), através de endividamento bancário ou por locação financeira.

O endividamento pode ter um efeito negativo ou positivo no valor da empresa. Para Myers (1977), quando o endividamento já é excessivo, os gestores não alinham os seus interesses com os dos acionistas entrando a implementação de projetos com valor atual líquido positivo (problema do sub-investimento). Por outro lado, o efeito positivo do endividamento segundo Jensen (1986), ocorre quando as empresas geram internamente mais fluxos de caixa do que oportunidades de crescimento, forçando o pagamento de verbas que poderiam por sua vez ser utilizadas em projetos com valor atual líquido negativo (problema do sobre investimento). McConnell e Servaes (1995), debruçaram-se sobre as duas faces do endividamento e encontram evidências de que o efeito negativo do endividamento predomina para empresas com várias oportunidades de crescimento e o efeito positivo sobrepõe-se ao efeito negativo para empresas com baixas oportunidades de crescimento.

Existem várias teorias explicativas referentes à estrutura da maturidade do endividamento, no entanto não existe uma que possua um equilíbrio geral, e permita a unificação de várias das teorias existentes, criando uma teoria realmente sustentada. De entre as várias teorias existentes, são de destacar: a hipótese de sinalização, a teoria da agência, a hipótese do *matching* da maturidade e a hipótese dos impostos.

Relativamente à estrutura do endividamento, um fator relevante é a consideração pela fonte de financiamento. Quando uma empresa decide aumentar o endividamento, tem ao seu dispor um leque variado de opções, nomeadamente, os empréstimos obrigacionistas, o papel comercial, os empréstimos bancários, os financiamentos de fornecedores ou de empresas subsidiárias e as locações financeiras. Uma das principais razões estudadas na literatura incide sobre o facto de os diferentes tipos de endividamento representarem um papel na monitorização dos gestores.

2.6. Micro, pequenas e médias empresas

As PME são um grupo de empresas fundamental no nosso tecido empresarial português, como tal é importante que nos debruçemos sobre o que realmente caracteriza este tipo de empresa, bem como todo o seu meio envolvente.

A comunidade europeia estrutura a noção de PME a nível europeu e define os mecanismos comunitários destinados ao seu apoio.

A definição é feita em função do número de trabalhadores e do volume de negócios ou do número de trabalhadores e do balanço total anual e é utilizada atualmente de forma unânime, conforme a tabela que se segue.

Tabela 1 - Dimensão das empresas

Fonte: Ordem dos revisores oficiais de contas

Categoria de Empresa	Número de Funcionários	Volume de Negócios ou Total Balanço
Micro	Inferior a 10	Inferior a 2 M€
Pequena	Inferior a 50	Inferior a 10 M€
Média	Inferior a 250	Volume de Negócios inferior a 50 M € e/ou Total Balanço inferior a 43 M €
Grande	Superior a 250	Volume de Negócios superior a 50 M € e/ou Total Balanço superior a 43 M €

Com o objetivo de certificar o estatuto de PME em Portugal, o Instituto de Apoio a Pequenas e Médias Empresas e ao Investimento (IAPMEI) adotou o mesmo critério, através do Decreto-Lei n.º 372/2007 de 6 de Novembro, que transpôs a recomendação para a legislação, onde as empresas que estão dentro destes parâmetros podem beneficiar de dois tipos de ajuda:

- Possibilidade de beneficiar de apoios, ao abrigo de uma série de programas de apoios europeus, dirigidos especificamente às PME, como, por exemplo, financiamento à investigação e competitividade, financiamento à inovação e programas nacionais de apoio idênticos;
- Menos requisitos ou custos reduzidos relacionados com as formalidades administrativas da União Europeia (UE);

2.6.1. Vantagens

As micro, pequenas e médias empresas surgiram como forma de colmatar as lacunas do mercado empresarial, que não interessavam às grandes empresas preencher. Permitindo assim a este tipo de empresas, obter um papel importante no mercado, que passa pelo fornecimento das grandes empresas.

Johnson & Turner (2010), são da opinião de que as micro, pequenas e médias empresas empregam a maioria dos jovens, desempenhando uma função social importante, apresentando uma maior abertura para a aquisição de novas competências.

Por sua vez, Floyd & McManus (2005), afirmam que a flexibilidade é um fator de diferenciação destas empresas, que permite satisfazer e responder com mais rapidez e eficácia do que as grandes empresas, uma vez que estas possuem estruturas mais pesadas.

As micro, pequenas e médias empresas têm menor aversão ao risco, o que permite que se tornem mais inovadoras, sendo este um fator imprescindível para a criação de valor.

2.6.2. Utilização do Crédito

Para se registar crescimento nas empresas é fulcral o acesso ao financiamento. Ao obterem financiamento, as empresas têm uma maior capacidade de investimento, o que permite gerar crescimento económico.

É possível então concluir-se que, o endividamento proporciona a capacidade de competição e no caso das micro, pequenas e médias empresas, pode possibilitar a sua sobrevivência, levando a que estas invistam em I&D, colaboradores com maior formação, internacionalização, criação de novos produtos, entre outros.

2.6.3. Dificuldades de acesso ao financiamento

De acordo com Bădulescu (2010), a grande dificuldade das micro, pequenas e médias empresas está na aquisição de crédito, tanto junto das instituições financeiras como no mercado dos investidores privados.

Um estudo feito pelo Banco Central Europeu (2014) comparava exatamente isso, depois da redução de custos e do aumento da quota de mercado a maior preocupação das PME é o acesso ao financiamento, sendo que os países que passaram por maiores dificuldades financeiras (como Grécia, Espanha, Itália, Portugal e Irlanda) apontam este fator como o de maior preocupação.

Segundo o mesmo estudo, as principais barreiras apontadas pelas PME ao recorrerem a um empréstimo bancário são as rejeições por parte das instituições financeiras, o montante garantido limitado e os altos custos relacionados com o empréstimo. Em Portugal, as maiores dificuldades em obter crédito estão relacionadas com garantias exigidas, juros altos, fatores burocráticos e processos de longa duração.

2.6.4. As fontes de financiamento

É possível definir a política de financiamento como sendo um conjunto de decisões que tem em vista a aquisição de capitais necessários ao crescimento e gestão da empresa. Na perspetiva do balanço, estas decisões resultam em alterações na composição e extensão dos empréstimos obtidos e do capital próprio da empresa.

A criação de valor financeiro é considerada como um dos objetivos principais das empresas. Nesse sentido, a escolha das fontes de financiamento condiciona a capacidade dos negócios para rentabilizar a atividade de acordo com as expectativas dos investidores.

Os autores Berger & Udell (1998), identificam igualmente como as duas formas de financiamento de uma empresa: capitais próprios, diluindo o risco e os lucros, ou, capital alheio podendo assim o gerente manter o controlo da empresa.

O empréstimo contratual possui algumas vantagens, como a proteção do mutuário contra as crises ou o racionamento de crédito, que habitualmente não estão dependentes da deterioração das condições do mutuário, mas sim das condições do mercado (Berger & Udell, 1998), pelo menos até o contrato expirar.

No entanto, a empresa pode também utilizar fontes não financeiras, fugindo ao clássico empréstimo bancário, como o crédito comercial que é, segundo os mesmos autores, de extrema importância para as micro, pequenas e médias empresas.

2.6.5. A influência do ciclo de vida das empresas

Os autores mencionados no capítulo anterior afirmam ainda que as necessidades de financiamento se vão alterando de acordo com as quatro fases do ciclo de vida da empresa: arranque, inicial, posterior e pública.

Durante a fase do arranque, a empresa é financiada na sua maioria por capitais próprios, existindo a introdução de capitais alheios ao longo do seu crescimento. Nesta fase, como o projeto ainda é muito embrionário, a capacidade de chegar aos créditos fornecidos por instituições financeiras é baixa.

A fase inicial, caracteriza-se pela falta de capacidade da empresa em financiar-se através de capital alheio, em resultado da inexistência de ativos tangíveis que promovam níveis de segurança essenciais para as instituições financeiras.

Nas últimas duas fases, a empresa já obtém alguns rendimentos e/ou lucros que serão uma importante fonte de financiamento, servindo de suporte para recorrerem ao financiamento externo. Neste momento a empresa já possui ativos tangíveis que podem servir de garantia, bem como demonstrações financeiras mais sólidas, surgindo a possibilidade de recorrer ao financiamento bancário.

2.6.6. Financiamento bancário

As micro, pequenas e médias empresas têm um papel importante nas economias modernas, apesar de não possuírem a mesma capacidade financeira das grandes empresas, desta forma, é fundamental existir uma boa relação com o banco, sendo este o seu principal fornecedor de capital financeiro.

Embora se registre um elevado nível de dificuldade no acesso ao financiamento bancário, as empresas europeias são muito dependentes deste tipo de financiamento.

Berger e Udell (1998), em sentido contrário asseguram que entre de 70% a 80% do total do financiamento das PME é obtido através dos bancos por meio do crédito comercial. Desde a crise financeira registada nos últimos anos, houve um aumento de financiamento bancário por parte das PME portuguesas, mesmo que a situação relativamente ao lucro seja a menos favorável.

Este tipo de financiamento pode ser adquirido através de diversos formatos, tais como, *factoring*, *leasing*, *renting*, *livrança* e *crédito conta corrente/caucionada*.

2.6.6.1. Factoring

Este instrumento traduz-se numa forma de cobrança de vendas a prazo com vista a obter financiamentos para o ciclo de exploração.

Num contrato factoring, existem três intervenientes:

- Fator a quem é cedido o crédito;
- Aderente que é empresa que requer os serviços;
- Cliente do aderente, devedor do mesmo.

De acordo com Gomes (2011), a empresa (aderente) emite a fatura sobre os seus clientes, assumindo o fator (bancos ou sociedades de factoring) a responsabilidade de cumprimento do pagamento da fatura, antecipando o valor da mesma ao aderente.

Existem duas modalidades de factoring:

- O factoring com recurso - quando o fator tem o direito de receber do aderente o valor do adiantamento, caso o cliente não pague o valor em dívida;
- O factoring sem recurso - quando o fator assume o risco da operação, no caso de o cliente não pagar o valor em dívida o fator não tem o direito de pedir o reembolso do valor do adiantamento.

A sua utilização possui algumas vantagens, tais como:

- Permite uma redução dos prazos médios de recebimento com a inerente antecipação dos mesmos, melhorando assim a gestão de tesouraria das empresas;
- Caso seja um factoring sem recurso, permite a eliminação do valor correspondente aos créditos cedidos no seu balanço;
- A empresa passa o risco e a responsabilidade de cobrança para o fator, a qual dispõe de meios adequados para efetuar cobranças de uma forma mais eficiente.

No entanto, caso o contrato seja efetuado com a opção de recurso, o fator pode, mediante o incumprimento persistente dos clientes da aderente, cancelar o crédito, tornando-se uma desvantagem. O fator tem o direito de não aceitar a totalidade dos créditos propostos pelo aderente, caso os riscos sejam muito elevados para o mesmo.

Em Portugal o factoring tem vindo a ganhar notoriedade através do processo de cobrança de dívidas de terceiros, permitindo ainda uma gestão do fundo de maneio mais eficaz através da redução dos custos administrativos associados à cobrança de créditos.

As empresas de maior dimensão são as que mais aderem a este tipo de serviço.

2.6.6.2. *Leasing*

O *leasing* é um meio de financiamento concedido a empresas ou a particulares, mediante a celebração de um contrato de locação financeira.

A locadora (empresa de leasing) disponibiliza ao locatário (cliente) o uso temporário de um bem, móvel ou imóvel, mediante o pagamento de uma renda mensal definida entre ambos durante um determinado prazo e que este poderá comprar no final do período de tempo

acordado no contrato, por um preço pré acordado (valor residual). Em Portugal, o tipo de *leasing* mais utilizado é o automóvel.

O *leasing* pode ter três vertentes: a primeira permite financiar a aquisição de imóveis, a segunda a aquisição de viaturas automóveis e, por fim, este método pode ser utilizado na aquisição de viaturas pesadas e equipamentos industriais, de eletrónica e informática.

Este tipo de financiamento apresenta como vantagens:

- Liberdade na escolha do equipamento e do fornecedor;
- Financiamento até à totalidade do valor do bem;
- Prazos de financiamento adequados à vida útil do bem;
- Isenção do imposto de selo sobre a utilização do crédito e dos juros, uma vez que o *leasing* é considerado um serviço;
- Ganhos fiscais na possibilidade de deduzir os juros incluídos nas rendas;
- Negociação na compra do equipamento, visto ser uma compra a pronto;

Por outro lado, autores como Alcarva (2011), identificam as seguintes desvantagens:

- O equipamento é propriedade da locadora, mas o bem continua a ser contabilizado no ativo não corrente do locatário;
- Não confere direito de propriedade ao locatário até este não liquidar na totalidade as responsabilidades do contrato;
- O seguro do bem é da responsabilidade do locatário;
- A comissão de liquidação antecipada é por norma mais elevada do que noutros tipos de financiamento.

2.6.6.3. Renting

O *renting*, na maioria das vezes, é utilizado no aluguer operacional de viaturas ou de equipamento, onde o cliente pagará mensalmente não só pelo uso do bem, como pelos serviços de manutenção e outros possíveis extras. Deste modo, todas as questões relacionadas com a gestão do bem são responsabilidade da empresa locadora, sem que o cliente tenha encargos adicionais. O contrato pode ir até aos 5 anos, sendo que no final o cliente tem a possibilidade de adquirir o bem, mediante o pagamento do valor residual.

No *renting*, os contratos são feitos por quilometragens e períodos limitados, sendo que o cliente paga uma renda mensal pelo uso do automóvel, que pertence à empresa de *renting*. Na maioria dos casos, este serviço assegura custos de manutenção, pacote de seguros, gestão de impostos, ou mesmo assistência em viagem.

Estão identificadas pela Associação Portuguesa de Leasing, Factoring e Renting (ALF) as seguintes vantagens na utilização deste processo:

- A empresa pode canalizar-se na sua atividade principal;
- Os equipamentos são utilizados apenas em períodos onde são realmente necessários;
- O equipamento não é contabilizado no ativo da empresa;
- As rendas são aceites na totalidade como custo fiscal;
- Numa única prestação são pagos os vários serviços associados ao equipamento;
- Serviço de assistência permanente;
- Opção de aquisição ou aluguer do equipamento no final do contrato.
- Maior atualização tecnológica dos equipamentos.

No entanto, como qualquer outro método utilizado para financiamento possui alguns aspetos negativos, tais como:

- O equipamento não é propriedade do utilizário;
- No *renting* de viaturas é fixado um limite máximo de utilização (quilómetros), cuja ultrapassagem acresce um custo adicional;
- O cancelamento antecipado provoca, por norma, o pagamento de 50% das rendas a vencer.

2.6.6.4. Livrança

A livrança atua como uma garantia de pagamento, onde a empresa (subscriber) se compromete a pagar ao banco uma determinada importância num prazo previamente definido.

O financiamento por livrança proporciona às entidades que a ele recorrem recursos financeiros de curto prazo de forma a satisfazerem as suas necessidades pontuais de tesouraria e flutuações na sua empresa fazendo face a necessidades no seu ciclo de exploração.

Este tipo de financiamento garante liquidez imediata à empresa, tornando-se numa vantagem a considerar.

Apesar de ser um meio de financiamento válido, a livrança nos últimos anos tem vindo a ser menos utilizada por parte das empresas em Portugal.

2.6.6.5. Crédito conta corrente / caucionada

O crédito em conta corrente é um empréstimo (a curto prazo) no qual é disponibilizado um limite de crédito, normalmente através de uma conta paralela (conta caucionada). A empresa poderá utilizar ou amortizar este montante consoante as suas necessidades ou disponibilidade, mediante prestações previamente acordadas, tratando-se assim de uma forma de financiamento flexível.

O juro deste tipo de operação recai sobre o valor utilizado, sendo comum a cobrança de uma comissão de imobilização pelo montante não utilizado.

Esta modalidade é regularmente utilizada, com o intuito de apoiar de forma continuada a tesouraria das empresas, na maioria das vezes em situações pontuais (pagamentos e/ou recebimentos atrasados). No entanto, a utilização sistemática (prolongada) da totalidade do limite de crédito atribuído pode originar custos elevados ao nível dos serviços bancários associados à renovação da conta-corrente.

2.6.7. Outras fontes de financiamento

Desde a forte recessão económica que teve início no ano de 2011, de acordo com dados do Banco Central Europeu, Portugal foi um dos países que apresentou um grau de decadência na disponibilização de empréstimos bancários mais elevado, tendo decrescido em cerca de 40%, o que demonstra a forte restrição que esteve presente no acesso ao financiamento.

Como resultado destas restrições, as micro, pequenas e médias empresas viram-se obrigadas a procurar soluções. Uma das mais utilizadas foi a tentativa de expansão do seu negócio a nível internacional, no entanto a falta de capital acabou por ser determinante também neste processo, deixando pelo caminho muitas das empresas que decidiram fazê-lo.

Existem ainda diversas fontes de financiamento menos usuais que são também uma opção utilizada pelas empresas, onde estas conseguem suprir as suas necessidades fugindo às clássicas opções existentes no mercado.

2.6.7.1. *Bootstrapping*

Para muitos, é ainda desconhecido o termo, no entanto a maioria das empresas já aplicou o seu conceito. O *bootstrapping* consiste na criação de um negócio exclusivamente através de dinheiro investido pelos próprios empreendedores, sem apoio externo. Existem casos de empresas internacionais, como a Microsoft, que começaram a dar os seus primeiros passos através deste processo.

Harrison e Mason (1997) constataram que 80% a 95% das pequenas empresas utilizam um ou mais métodos de *bootstrapping*.

Este processo pode ser a única forma de um empreendedor conseguir retirar a sua ideia do papel e materializar o seu projeto para mais tarde ter oportunidade de captar investimento externo, preservando a total independência e autonomia de decisões. Outra vantagem a que pode ainda juntar-se é o critério e a exigência com que este tipo de recurso obriga na gestão do negócio.

Por outro lado, é necessário ter algum cuidado com a possível existência de escassez de recursos e com o perigo de o empreendedor colocar demasiados capitais próprios na criação de uma empresa, podendo comprometer a sua situação financeira pessoal ou familiar.

Conclui-se então que o *bootstrapping* se apresenta como alternativa aos métodos tradicionais de financiamento, não só por ser mais vantajoso a nível financeiro, uma vez que acarreta menores custos, mas também por estar associado a requisitos mínimos, não exigindo a elaboração de um plano de negócios e apresentando riscos muito baixos, permitindo ao gestor efetuar a sua gestão do negócio, sem recurso a financiamento externo, com liberdade de ação e obtendo ganhos de legitimidade.

2.6.7.2. *Capital de risco – Business Angels*

O financiamento por capital de risco é ligeiramente distinto do financiamento bancário, pois apesar de este também disponibilizar capital à empresa que o requer, neste caso, verifica-se uma troca do capital por uma participação na empresa e a disponibilização de outros itens intangíveis.

O capital de risco é praticado por duas entidades diferentes:

- A primeira corresponde ao capital de risco formal, que compreende sociedades ou fundos de capital de risco institucionalizados;
- A segunda diz respeito ao capital de risco informal – os *Business Angels*.

Apesar de possuírem semelhanças entre si, os investidores de capital de risco que intervêm nos mercados formal e informal não são os mesmos.

Estes investidores diferenciam-se através de alguns aspetos, entre eles, a forma de atuar no mercado onde realizam os seus investimentos.

Os *Business Angels* tendencialmente investem em mercados familiares, com setores do seu conhecimento e que estão de acordo com os seus próprios objetivos (Sohl, 1999 citado por Alexandre Cruz, 2016)³. O mesmo autor refere ainda que os *Business Angels* tendem a permanecer nas empresas por um período de tempo mais longo e têm preferência por investimentos geograficamente próximos da sua zona de intervenção, proporcionando não só capital, mas também conhecimento e contactos.

Este tipo de financiamento é uma oportunidade para projetos empresariais inovadores ou com potencial de crescimento que, regra geral, têm também associada uma parceria na gestão que representa uma vantagem importante para empreendedores com pouca experiência empresarial prévia.

O investidor, normalmente empresários ou diretores de empresas, que investem o seu capital, conhecimentos e experiência em projetos promovidos por empreendedores que se encontram em início de atividade ou em fases críticas de crescimento, não vê o retorno do seu investimento através dos juros nem do reembolso da dívida, mas sim do sucesso da empresa, com a conseqüente venda da participação.

Na maioria das vezes, este investimento é feito em *start-ups* ou em projetos semelhantes, com uma grande margem de crescimento, de modo a rentabilizar o capital investido.

As empresas *start-up* são empresas com boas ideias e com grande potencial de crescimento, no entanto devido à fase embrionária dos seus projetos, têm dificuldades em financiar-se pelos meios convencionais recorrendo assim a capital de risco.

2.6.7.3. Crowdfunding

Segundo Howe, J. (2006), o *crowdfunding* é visto por muitos como um subtópico de um outro conceito, o *crowdsourcing*, que está associado ao *outsourcing* de um trabalho ou processo direcionado para um elevado número de pessoas.

³ Sohl, J. E. (1999). The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 1:2, p.101-120.

Este autor foi um dos primeiros a definir o termo *crowdsourcing*, como o ato de uma entidade atribuir uma função que estava a ser desenvolvida internamente pelos seus colaboradores e colocá-la numa plataforma, onde uma rede de pessoas externas a pudesse resolver.

A diferença entre *crowdfunding* e *crowdsourcing* está relacionada com o tipo de contribuição por parte das pessoas que, no caso do *crowdfunding* também pode ser monetário.

O *crowdfunding* é assim uma importante ferramenta de financiamento que se estabeleceu como uma forte alternativa às formas tradicionais de financiamento.

Este método é de utilização simples e ocorre quando alguém, ou um grupo, pretende adquirir uma determinada quantia em dinheiro de pessoas que aceitam colaborar financeiramente com pequenas quantias para um determinado projeto, esperando receber em troca uma recompensa (material e/ou imaterial).

De acordo com Leite (2012), a internet é o meio de ligação entre o empreendedor e o investidor, tornando assim possível a utilização deste método de financiamento.

O primeiro caso de sucesso aconteceu nos Estados Unidos da América, onde um empreendedor, Scott Wilson, tinha o objetivo de fazer um suporte de relógio para o *Apple Nano* e, para isso apresentou o projeto na internet de forma a obter financiamento, conseguindo angariar dez vezes mais do que o montante solicitado.

2.6.7.4. Fontes de financiamento alternativas

Winborg e Landström (2000), afirmam que os empresários podem ainda optar pela utilização de outras fontes de financiamento, em detrimento das fontes tradicionais de forma a sucumbirem as suas necessidades. Estas fontes classificam-se em 6 categorias:

- Aumento dos prazos médios de pagamento - esta forma de financiamento tem por base a negociação das condições do crédito com os fornecedores, aumentando o prazo médio de pagamento, retendo o capital mais tempo, aliviando os prazos dos pagamentos a curto prazo;
- Redução das contas de clientes - o ideal para uma empresa seria os seus clientes pagarem o mais rápido possível ou até mesmo antes da data de entrega dos bens e serviços, de forma a obterem liquidez de tesouraria. Desta forma, conseguir reduzir as contas correntes dos clientes com pagamentos em atraso, pode ser uma forma muito importante da empresa se financiar e suportar os seus custos;

- Minimizar investimentos - através da aquisição de equipamentos usados, com custos reduzidos, ou até mesmo através da contratação de pessoal temporário;
- Recurso à família/amigos - em empresas com dimensões mais controladas e que operem em ambientes mais familiares, a utilização de recursos familiares e amigos, onde exista a possibilidade de pagar uma baixa quantia compensatória poderá ser uma ajuda importante na estabilidade financeira da empresa. Winborg e Landström (2000) designam este método de “financiamento privado do proprietário”.
- Acordos de cooperação - a criação de acordos de cooperação entre PME, levando à partilha de um espaço físico, bens e equipamentos ou até mesmo de recursos humanos fortalece as suas estratégias, promove o desenvolvimento das mesmas e atenua o peso dos custos de estrutura;
- Subsídios - os governos aperceberam-se da elevada importância das PME na economia nacional, sendo um contributo fulcral para o desenvolvimento económico do país. Como tal, nestes últimos anos o número de subsídios atribuídos tem vindo a aumentar.

2.6.8. Acordos de Basileia

A crise económico-financeira colocou determinadas restrições às empresas e ao acesso de crédito junto das instituições bancárias, devido ao fraco ambiente de atividade económica e a dificuldades no próprio sistema bancário.

Esta grande dependência de financiamento bancário por parte das micro, pequenas e médias empresas europeias proporcionou que o efeito de Basileia tivesse um impacto importante nos custos financeiros das empresas em Portugal.

Os acordos de capitais vulgarmente intitulados de acordos de Basileia, estão na origem da criação do comité de supervisão bancária, em 1974, pelos bancos centrais do G10, no seio do Bank for International Settlements (BIS). O argumento para a constituição deste comité está relacionado com a instabilidade vivida nos mercados internacionais bancários e cambiais, no início da década de 1970, agravada com a falência do banco alemão Bankhaus Herstatt. O objetivo principal deste comité era procurar harmonizar os padrões de supervisão bancária para o apuramento do capital regulamentar.

De forma a concretizar os objetivos descritos, em 1988, foram aprovadas um conjunto de propostas regulamentares para o sector bancário mundial, o International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, vulgo acordo Basileia I.

De acordo com Caiado (2015:131), o principal objetivo deste acordo era estabelecer requisitos mínimos de capital (regulamentar) de forma a assegurar a solvabilidade das instituições financeiras e promoção da solidez no sistema, através da criação de um normativo idêntico para todos os bancos internacionais, diminuindo assim o desequilíbrio competitivo entre aquelas instituições.

De igual modo, efetuou-se uma distinção entre o risco de crédito das obrigações de menor risco (soberanas, hipotecárias e bancárias) das de maior risco (como as do sector não financeiro em geral).

Uma característica intrínseca deste acordo é apenas cobrir o risco de crédito, estabelecendo um rácio de mínimo de capital dos ativos ponderados pelo risco, ou seja, RWA – *Risk Weighted Assets*.

O objetivo da constituição deste limite de capital era prevenir a instituição de *defaults* inesperados, contudo, o facto de o valor mínimo ser baixo para financiamentos de elevado risco/baixa qualidade e elevado para financiamentos de baixo risco/elevada qualidade, proporcionou um crescimento da alavancagem dos bancos e a convergência das suas estruturas de liquidez para posições mais voláteis, prática denominada de “arbitragem regulamentar”.

No ano de 1996, foi aprovada uma revisão do acordo que previa a incorporação do risco de mercado como variável a considerar na constituição do limite de capital. Porém, apesar desta revisão, menosprezar a introdução do risco operacional do mutuário, fez com que ainda não fosse refletido de forma total o risco de cada classe de ativos.

Apesar da grande mais-valia protagonizada por este acordo no âmbito da supervisão prudencial, segundo Almeida (2011:10-11), existiam ainda lacunas na sua estrutura, resumindo-as em 5 pontos essenciais:

- Limitado número de fatores de risco e excessiva padronização que impulsionaram uma desadequação dos níveis de exposição ao risco da instituição financeira como dos requisitos de capital;

- Operações classificadas sem considerar o risco da contraparte, sendo potenciado o financiamento a determinado tipo de organizações, abrindo caminho a instituições com maior risco que muitas vezes detinham requisitos de capitais mais baixos (*capital arbitrage*);
- Adoção de técnicas mitigadoras de risco não incentivado, pois as garantias concedidas não eram consideradas na ponderação de risco (exceto garantias estatais, dos bancos centrais ou comerciais);
- Risco de concentração não considerado;
- Caso o financiamento fosse efetuado na moeda local do mutuário, considerava-se inexistência de risco soberano para os países da OCDE, bem como para os restantes.

O Acordo de Basileia II, cujo principal objetivo é assegurar a estabilidade do sistema financeiro global introduz novas regras na adequação do capital das instituições financeiras, modificando de forma permanente o modo como estas fazem a sua avaliação de risco na concessão de empréstimos.

As alterações introduzidas têm como objetivo limitar a hipótese de ocorrência de uma crise bancária a nível internacional, garantindo que cada banco dispõe de capital suficiente para a execução de atividades de risco.

Estas novas regras terão impacto direto no modo de funcionamento das instituições financeiras e na forma como estas se relacionam com os clientes de crédito (mutuários), especialmente quando se tratam de micro, pequenas e médias empresas.

Neste acordo, os bancos são obrigados a utilizar modelos internos para calcular os requisitos mínimos de capitais próprios, aumentando os níveis de discriminação das empresas e desencorajando as operações com elevados níveis de risco.

A grande diferença, agora em vigor com o Basileia II, é o facto de os bancos para além de serem obrigados a implementarem tais sistemas de controlo estarem ainda sujeitos a supervisão por parte das entidades competentes.

As micro, pequenas e médias empresas portuguesas sentem cada vez mais pressão por parte das instituições de crédito para fornecer mais e melhor informação financeira, de forma mais regular e sistemática. Devendo assim as empresas possuir sistemas de *reporting* financeiro adequados e uma conveniente comunicação e compreensão global do seu negócio.

A análise financeira de uma empresa é assim uma parte muito importante do processo de determinação do seu *rating*, sendo essencial compreender a necessidade de disponibilizar informação financeira sólida e fiável, de modo a ter acesso ao crédito e a tê-lo nas melhores condições possíveis, permitindo-lhe continuar a desenvolver a sua atividade e a atingir as metas de crescimento a que se propôs.

O acordo de Basileia III surgiu com a finalidade de melhorar a capacidade do setor bancário absorvendo impactos decorrentes de cenários adversos de natureza económica e financeira.

Para tal, foram introduzidas regras mais restritas de capital regulamentar (fundos próprios), definindo pela primeira vez requisitos de liquidez harmonizados a nível internacional, através de duas novas métricas: uma de curto prazo (*liquidity coverage ratio*) e outra de médio prazo (*net stable funding ratio*). Foi também adicionado ao conjunto das medidas cautelosas um requisito complementar ao rácio de adequação de fundos próprios baseados nos ativos ponderados pelo risco, traduzido na previsão do rácio de alavancagem (em inglês, *leverage ratio*).

Adicionaram-se ainda requisitos de constituição de reservas de fundos próprios, quer de natureza estrutural, quer de natureza acíclica, de modo a reforçar a resiliência das instituições e promover a internalização dos custos que a sua atuação pode ter para o sistema financeiro.

Beck et al. (2008), verificam que o relacionamento bancário de proximidade consiste em informações “soft” recolhidas pelo interlocutor da instituição financeira de forma contínua, personalizada e através de contactos contínuos e diretos com os proprietários e gestores das PME, assim como com a comunidade local onde operam. Por outro lado, também referem que os bancos estrangeiros de maior dimensão podem ter vantagens associadas ao financiamento através de tecnologias de empréstimo, ou seja, com menor contacto pessoal, mas recorrendo a tecnologias mais sofisticadas de avaliação de risco, securitização, financiamentos com garantias, entre outras.

Por outro lado, Hernández-Cánovas & Martínez-Solano (2010), defendem que ao longo da relação estabelecida entre o banco e a empresa existem trocas de informação valiosas e com um elevado grau de privacidade, como tal é necessário que exista um grande nível de confiança entre ambos, denominado por “*housebanking*”. Este processo permite às PME melhorar o acesso ao financiamento bancário, levando a uma redução do custo da dívida com tendência a disponibilizar maiores garantias ao banco.

2.6.9. Métodos de avaliação do risco de crédito

O risco de crédito é a possibilidade de existência de incumprimento do pagamento acordado entre o adquirente (devedor) e a instituição bancária, estando assim o credor sujeito a perdas.

Esta possibilidade não resulta numa perda imediata para a instituição financeira, mas sim no aumento da probabilidade de ocorrência de evento de *default*. O risco de crédito pode ser definido pelas perdas geradas por um evento de *default* do devedor ou pela deterioração da sua qualidade de crédito, Bessis (1998).

Duas das principais características de um evento *default* são o atraso no pagamento de uma obrigação e o não cumprimento da uma cláusula contratual restritiva. Nestes casos, a empresa é obrigada a abater a sua dívida através dos seus ativos e a utilizar os futuros fluxos de caixa para cobrir o restante.

Cada instituição financeira define o seu prazo de *default*, no entanto, por norma este varia entre um período 60 a 90 dias.

O risco de crédito divide-se em três componentes:

- Risco de *default*,
- Risco de exposição, decorre da incerteza em relação ao valor do crédito no momento do *default*;
- Risco de recuperação, refere-se à incerteza quanto ao valor que pode ser recuperado pelo credor no caso de um *default*.

O processo onde é possível quantificar a probabilidade de a instituição financeira incorrer em perdas, designa-se mensuração do risco de crédito e ocorre quando os fluxos de caixa esperados com as operações de crédito não se verifiquem.

Capítulo III – Estudo empírico

Em 2018, existiam cerca de 440 mil empresas não financeiras com atividade sediada em Portugal, verificando-se um aumento de 3,1% face ao ano anterior. Destas empresas, cerca de 89% são microempresas e representam 15% do volume de negócios agregado. As grandes empresas, que englobavam 0,3% das empresas, geraram 42% do volume de negócios, uma parcela semelhante à gerada pelas pequenas e médias empresas, que correspondiam a 11% das empresas.

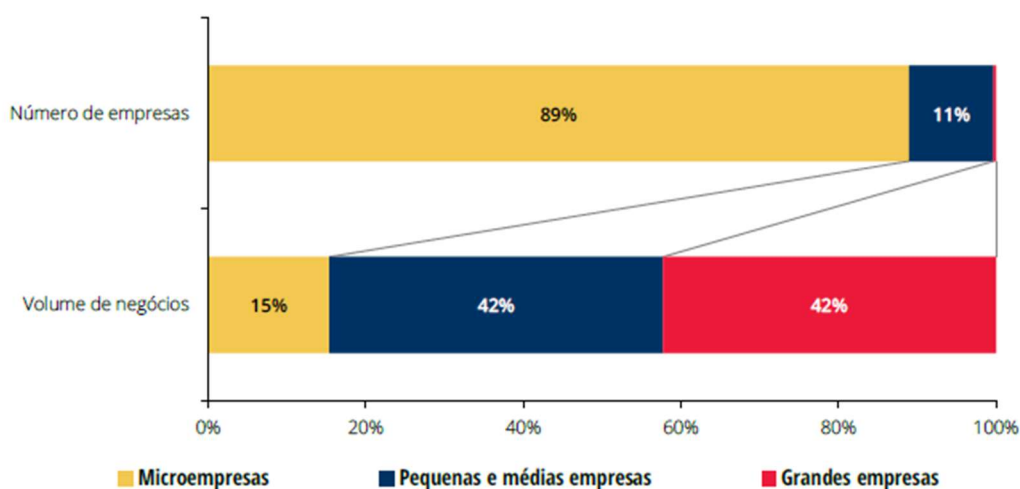


Figura 2 - Empresas por classes de dimensão

Fonte: Banco de Portugal

Três em cada quatro empresas estavam associadas aos setores dos serviços: o setor do comércio agregava 24% das empresas e 51% estavam integradas no conjunto dos outros serviços. O comércio agregava 37% do volume de negócios, seguindo-se a indústria (26%) e os outros serviços (24%).

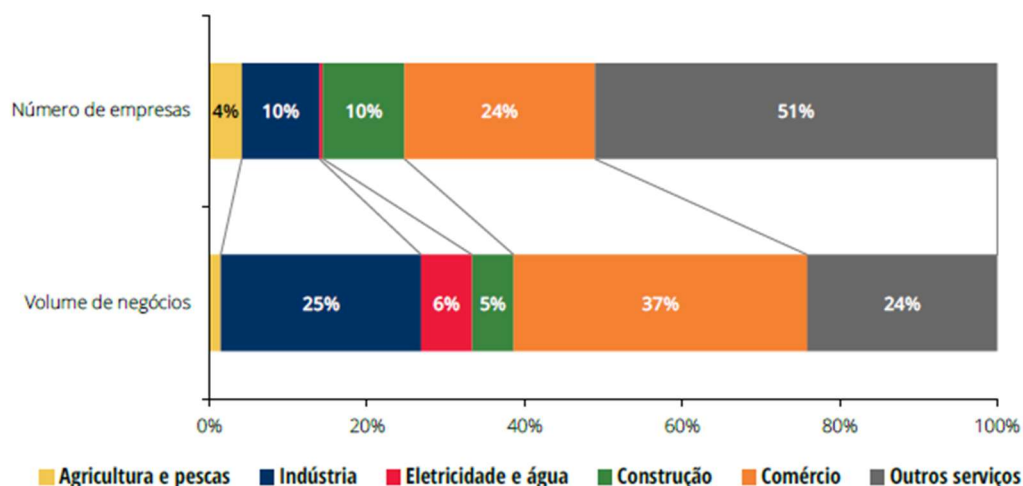


Figura 3 - Empresas por setores de atividade económica

Fonte: Banco de Portugal

A classe que agregava o maior número de empresas em qualquer dos setores de atividade era as microempresas. Esta classe apresentava um peso entre 70% (na indústria) e 92% (na agricultura e pescas e nos outros serviços).

Grande parte das empresas tinham sede na região Norte (33%), na área metropolitana de Lisboa (33%) ou na região Centro (19%). A região Norte assumia maior relevância na indústria (51% das empresas do setor tinham sede nesta região), na construção (36%) e no comércio (36%). A área metropolitana de Lisboa era a região mais preponderante quando considerados os outros serviços (41% das empresas desse setor). O Alentejo agregava o maior número de empresas da agricultura e pescas (32%).

O setor da exportação agrupava 6% das empresas e 35% do volume de negócios das empresas em atividade em 2018, sendo mais relevante na indústria, onde representava 15% das empresas e 72% do volume de negócios.

Em 2018, o volume de negócios aumentou 6% em relação a 2017. Este aumento foi transversal a todas as classes de dimensão e setores de atividade económica.

As pequenas e médias empresas eram as que mais contribuía para o volume de negócios na maioria dos setores de atividade, à exceção dos setores da eletricidade e água e da indústria, onde as grandes empresas foram responsáveis pelos montantes mais relevantes (estes dois setores representavam cerca de um terço da atividade económica).

Quanto aos gastos da atividade operacional, o custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas constituiu nos últimos anos a principal componente desta rúbrica associada à atividade operacional das empresas.

Quanto ao EBITDA das empresas, este aumentou cerca de 2% em 2018, menos 13% em comparação com o ano anterior.

A rentabilidade dos capitais próprios das empresas apresenta um valor de 8% (9% em 2017).

Em 2018, a autonomia financeira das empresas foi de 35%, registando um aumento de 2% face ao período anterior, no entanto cerca de 26% das empresas apresentavam capitais próprios negativos, percentagem que tem vindo a diminuir desde 2015.

As principais fontes de financiamento alheio são a dívida remunerada e as dívidas a fornecedores (créditos comerciais), representando em conjunto 70% do passivo das empresas em 2018.

Os gastos de financiamento das empresas diminuíram, em média 10% em 2018, verificando-se uma diminuição transversal face à dimensão e/ou setores de atividade económica, sendo ligeiramente mais acentuada nas microempresas e na construção.

De acordo com a informação da Central de Responsabilidades de Crédito do Banco de Portugal, o montante de empréstimos concedidos pelas instituições de crédito residentes às empresas não financeiras aumentou 1%, após se ter verificado uma redução do mesmo nos últimos anos.

3.1. Definição da amostra e dados utilizados

Este estudo está focado na evolução do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade nas micro, pequenas e médias empresas portuguesas, tendo como principal objetivo desenvolver uma análise económica e financeira, de forma a averiguar em que condições operam atualmente estas empresas e qual a sua dependência de capitais externos.

Uma vez que seria um conjunto demasiado abrangente de empresas foi necessário restringir a amostra, optando-se por dois setores de atividade: vestuário e alojamento, restauração e similares. A escolha destes setores deve-se à sua importância e elevada representação no mundo empresarial.

O estudo em questão basear-se-á na análise longitudinal de rácios económicos e financeiros apresentados nos últimos anos pelas empresas presentes nestes setores, por forma a averiguar

a sua evolução em termos de estrutura, endividamento e rentabilidade no período compreendido entre 2010 e 2018.

Como base de dados será utilizada a Central de Balanços do Banco de Portugal (quadros do setor).

3.2. Setores de atividade

A incidência nestes dois setores de atividade: setor do vestuário e setor do alojamento, restauração e similares, resulta da consulta a informações da análise setorial das empresas do SNF em Portugal 2018 do BdP, em que foi possível verificar-se que em 2018 o setor industrial era o segundo mais relevante em termos de volume de negócios, sendo responsável por 25% do mesmo nas empresas do SNF em Portugal, só ultrapassada pelo setor comercial (37%).

Dentro do setor industrial, optou-se pela análise da indústria do vestuário, por se tratar de um setor onde é possível verificar-se um crescimento acentuado nos últimos anos, mas também pelo facto de este representar cerca 70% das empresas, 51% do volume de negócios e 67% das pessoas ao serviço da indústria.

Na indústria do vestuário o número de empresas mantém-se relativamente estável, sofrendo ligeiras oscilações entre os anos de 2010 a 2018, como se pode verificar adiante na tabela 2.

Relativamente ao número de empresas a encerrar no período em análise, verifica-se uma redução dos valores apresentados, apesar de existirem ligeiras alterações contrárias em alguns anos.

Seguindo a mesma linha, o número de novas empresas neste setor tem também vindo a reduzir de uma forma geral.

Este setor possui uma particularidade, onde ao contrário da maioria dos setores, a natalidade possui valores sempre inferiores à mortalidade (no período em análise). Uma possível explicação para este acontecimento, é o facto de este ser um setor muito afetado por diversas crises nos últimos anos, potenciando o número de empresas a encerrar.

Tabela 2 - Empresas no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nº Empresas	4 904	4 785	4 643	4 623	4 663	4 716	4 707	4 677	4 632
Mortalidade	449	444	456	438	352	318	335	301	322
Natalidade	275	321	308	424	382	316	264	229	253

Em 2018, verificou-se um crescimento do volume de negócios de uma forma generalizada em todos os setores de atividade, à semelhança do que se tinha verificado no período homólogo.

No setor do vestuário o volume de negócios apresenta uma tendência crescente, com exceção do ano 2012 em que apresenta uma ligeira redução. Entre o período em análise, este indicador teve um aumento de cerca de 36%.

Os gastos do setor em função do volume de negócios apresentam um comportamento decrescente, com tendência a passar para valores inferiores à unidade. Ainda assim o valor apresentado pelo volume de negócios é praticamente insuficiente para cobrir a estrutura de gastos das empresas do setor.

O custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas e os fornecimentos e serviços externos apresentam um peso semelhante face ao volume de negócios da empresa, apresentando valores próximos dos 35%. Isto significa que grande parte dos rendimentos provenientes da atividade são absorvidos pelos custos com a aquisição de material para fabricação e pelos restantes serviços necessários ao funcionamento das empresas.

Desta forma o EBITDA em função do volume de negócios apresenta valores muito reduzidos, apesar de demonstrar uma evolução positiva no período em análise. Em 2018 este indicador apresenta um valor de 0,06.

Tabela 3 - Evolução dos principais indicadores no setor do vestuário (em milhares de euros)

Fonte: Banco de Portugal

	Volume de Negócios (VN)	Gastos / VN	CMVMC / VN	FSE / VN	EBITDA / VN
2010	2 511 180	1,07	0,35	0,32	0,01
2011	2 621 745	1,05	0,37	0,31	0,02
2012	2 574 473	1,05	0,36	0,33	0,02
2013	2 710 417	1,03	0,35	0,33	0,04
2014	2 898 303	1,01	0,35	0,33	0,05
2015	3 095 174	1,01	0,34	0,34	0,05
2016	3 342 175	1,00	0,34	0,35	0,05
2017	3 392 376	1,00	0,33	0,34	0,06
2018	3 412 147	1,00	0,33	0,34	0,06

O setor do alojamento, restauração e similares nos últimos anos registou um aumento gradual do número de pequenas e médias empresas no setor, verificando-se desde 2013 um aumento médio anual de cerca de 7.000 empresas.

Quanto ao número de empresas a encerrar, no período em análise verifica-se um aumento deste valor, com exceção do período de 2013 a 2015 onde podemos observar uma ligeira redução.

Por outro lado, o número de novas empresas tem vindo a aumentar gradualmente, chegando a 2018 com mais 4.352 empresas. Este aumento está relacionado com o aumento do impacto do setor do turismo na economia nacional (crescimento), potenciando assim o aparecimento de novas empresas ligadas a este setor.

Tabela 4 - Empresas no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Nº de empresas	34 715	35 733	36 204	36 974	37 910	39 730	41 039	42 919	44 784
Mortalidade	1 853	2 187	2 662	2 997	2 769	2 689	2 993	2 966	3 114
Natalidade	2 521	3 065	2 925	3 534	3 547	3 689	3 666	4 304	4 352

O volume de negócios do setor do alojamento, restauração e similares aumentou 9% em 2018, valor inferior ao registado em 2017 e superior ao limite aferido para o total das empresas (16% e 6%, respetivamente).

Os gastos do setor em função do volume de negócios aumentaram 8% em 2018, com as várias componentes a registarem aumentos em torno deste valor. O custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas representa um valor de 33% da totalidade dos gastos do setor enquanto os fornecimentos e serviços externos apresentam um valor de 29%.

Os aumentos do volume de negócios e dos gastos da atividade operacional determinaram que o EBITDA do setor tenha também aumentado em 2018, chegando a um valor de 14% em função do volume de negócios do setor. No período em análise este indicador apresenta-se negativo no ano de 2012, onde o EBITDA no setor apresenta valores negativos.

Tabela 5 - Evolução dos principais indicadores no setor do alojamento, restauração e similares (em milhares de euros)

Fonte: Banco de Portugal

	Volume Negócios (VN)	Gastos / VN	CMVMC / VN	FSE / VN	EBITDA / VN
2010	6 324 605	0,68	0,23	0,17	0,04
2011	6 356 374	0,71	0,23	0,18	0,01
2012	5 596 648	0,67	0,21	0,17	-0,02
2013	5 793 747	0,67	0,21	0,17	0,01
2014	6 350 348	0,71	0,23	0,18	0,03
2015	7 097 735	0,75	0,25	0,20	0,06
2016	8 281 327	0,84	0,27	0,23	0,09
2017	9 623 972	0,95	0,31	0,26	0,13
2018	10 454 586	1,03	0,33	0,29	0,14

Comparativamente com os restantes setores de atividades, no volume de negócios verificou-se um aumento transversal em todos os setores (8% nas grandes empresas, 6% nas PME e 4% nas microempresas), resultado dos contributos positivos do mercado interno e do mercado externo, foi possível ainda verificar-se um aumento do peso das exportações no total do volume de negócios.

Quanto aos gastos operacionais, o CMVMC é também o elemento com maior peso na estrutura, seguido dos FSE e gastos com pessoal.

O EBITDA registou também um aumento transversal a todas as classes de dimensão, cerca de 0,1% nas PME e 0,9% nas grandes empresas. No entanto, este indicador manteve-se ainda assim negativo em cerca de 31% das empresas.

3.3. Abordagem

A metodologia de investigação é uma parte importante ao nível do estudo empírico, uma vez que será através desta que se irão retirar conclusões relativamente ao tema a investigar.

Desta forma, após a investigação bibliográfica realizada é necessário recorrer à análise de dados para fundamentar este trabalho, como tal e de forma a alcançar os objetivos previstos, foram reunidos um conjunto de dados referentes a indicadores de atividade, durante um período de 9 anos, no sentido de verificar se estes possuem poder explicativo significativo e se podem ser considerados determinantes do endividamento, estrutura de capital e rentabilidade das empresas portuguesas.

Os dados recolhidos foram trabalhados e analisados através de indicadores económico-financeiros, com base nas fórmulas utilizadas pelo Banco de Portugal, e podem ser agrupados em 4 grupos:

- Rácios de liquidez e equilíbrio financeiro de curto prazo;
- Rácios de endividamento e estrutura de capital;
- Rácios de funcionamento e eficiência ou atividade;
- Rácios de rentabilidade.

Por fim, através da informação escrita recolhida anteriormente e da informação empírica analisada, será possível dar lugar às conclusões e, possivelmente, a novas questões que poderão ser utilizadas em estudos futuros.

3.4. Indicadores económico-financeiros selecionados

Tal como já foi referido na revisão da literatura, são muitos os investigadores que ao longo dos anos nos seus estudos, elegeram os indicadores económico-financeiros como medida ideal da gestão eficiente do fundo de maneio.

3.4.1. Rácios de liquidez

Os rácios de liquidez permitem-nos avaliar a capacidade de a empresa satisfazer compromissos exigíveis no curto prazo. Neste caso, o primeiro rácio utilizado será a liquidez geral que analisa a capacidade do ativo de curto prazo fazer face aos compromissos/responsabilidades da empresa até um ano (passivo de curto prazo).

$$\text{Liquidez Geral (LG)} = \frac{\text{Ativo de Curto Prazo}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$$

Posteriormente serão ainda utilizados outros rácios de liquidez, tais como:

$$\text{Liquidez Reduzida (LR)} = \frac{\text{Ativo de Curto Prazo} - \text{Inventários}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$$

Este rácio procura avaliar o grau de dependência das existências (através de comparação com a liquidez geral) de forma a liquidar o passivo exigível a curto prazo.

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Ativo de Curto Prazo} - \text{Inventários} - \text{Clientes}}{\text{Passivo de Curto Prazo}}$$

O rácio de liquidez imediata, para além dos inventários, retira ainda ao ativo de curto prazo os clientes, pela existência de risco de realização (pagamento), refletindo assim apenas a capacidade de regularizar o passivo (curto prazo) com os meios monetários líquidos (disponíveis no imediato).

Será também importante analisar os conceitos de fundo de maneo, necessidades de fundo de maneo e tesouraria.

O fundo de maneo (FM) assegura a capacidade de o capital permanente financiar o ativo de médio e longo prazo e ainda a margem de segurança financeira necessária para fazer face a imprevistos.

$$\text{FM} = \text{Capitais Permanentes} - \text{Ativo de Longo Prazo}$$

As necessidades de fundo de maneo (NFM) ou *working capital*, correspondem ao valor do fundo de maneo associado ao financiamento do ciclo de exploração.

$$\text{NFM} = \text{Ativo Cíclico (Curto Prazo)} - \text{Passivo Cíclico (Curto Prazo)}$$

Através do FM e das NFM será possível analisar a capacidade de tesouraria (T) das empresas.

$$\text{T} = \text{FM} - \text{NFM}$$

Um outro indicador que será importante analisar é o rácio NFM/VN, este permite-nos definir a política de gestão do FM das empresas e avaliar o seu comportamento nos últimos anos. Quanto menor é o rácio, mais agressivo é o comportamento da empresa na gestão do seu FM.

O rácio das NFM/VN multiplicado por 365 dias indica-nos o prazo médio das NFM em dias, que poderá ser mais relevante para o estudo em questão.

NFM / VN*365

3.4.2. Rácios de endividamento e estrutura de capital

Os rácios de endividamento e estrutura de capital serão parte importante desta análise, pois permitem analisar a situação económica a médio e longo prazo, através de formas de financiamento, estruturas das origens de fundos, capacidade/risco de solver compromissos e risco de insolvência.

A autonomia financeira permitirá avaliar o grau de interesse dos sócios no financiamento dos ativos.

$$\text{Autonomia Financeira (AF)} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Ativo Total}}$$

Outro rácio importante, será a solvabilidade, pois este reflete a capacidade da empresa em solver compromissos.

$$\text{Solvabilidade} = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Passivo Total}}$$

Um rácio muito utilizado para a analisar a relação existente entre as dívidas e o capital próprio da empresa, quer seja no total, quer seja no médio longo prazo é o *debt to equity*.

$$\text{Debt to Equity} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Capital Próprio}}$$

Será também utilizado o rácio financiamentos obtidos/EBITDA, que por sua vez é um indicador de alavancagem financeira que permite conhecer em que condições (prazo) as empresas podem satisfazer os seus compromissos financeiros e ainda o rácio financiamentos obtidos/passivo total, que nos permite identificar a estrutura do passivo composto pelos financiamentos externos.

$$\frac{\text{Financiamentos Obtidos}}{\text{EBITDA}} ; \frac{\text{Financiamentos Obtidos}}{\text{Passivo Total}}$$

Um rácio também muito importante para o estudo em questão será, o rácio de endividamento que nos permite identificar qual o montante do nosso ativo que é financiado através do passivo total.

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Ativo Total}}$$

Juntamente com o rácio de endividamento, serão ainda utilizados alguns rácios de análise do crédito bancário, que nos permitiram avaliar o impacto do crédito bancário na estrutura financeira das empresas em análise.

$$\frac{\text{Passivo Total}}{\text{Endividamento Bancário}} ; \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Fornecedores}}$$

Será ainda importante avaliar o peso dos ativos fixos tangíveis e o impacto que a estrutura do ativo pode ter no endividamento bancário.

$$\frac{\text{Ativos Fixos Tangíveis}}{\text{Ativo Total}}$$

Por fim, dentro dos rácios de endividamento e estrutura de capital, é relevante analisar o peso dos gastos de financiamento relativamente a algumas rúbricas e compará-los com a Margem EBITDA.

$$\frac{\text{Gastos de Financiamento}}{\text{Volume de Negócios}} ; \frac{\text{Gastos de Financiamento}}{\text{Passivo Total}} ;$$

$$\text{Margem EBITDA} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Volume de Negócios}}$$

3.4.3. Rácios de funcionamento e eficiência

Relativamente aos rácios de funcionamento e eficiência (também apelidados de rácios de atividade) estes procuram sobretudo avaliar níveis de eficiência na gestão de recursos e aplicações. Podendo dividir-se em dois grupos:

- Rácios de rotação - utilizados na comparação de diversas rubricas, na maioria das vezes através do volume de negócios;

$$\text{Rotação Ativo Total} = \frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Ativo Total}}$$

Permite-nos avaliar a capacidade de gestão de recursos (origens de fundos) por parte das empresas, em função dos ativos (aplicações de fundos).

$$\text{Rotação das Necessidades Cíclicas} = \frac{\text{Volume de Negócios}}{\text{Necessidades Cíclicas}}$$

Este rácio será importante para interpretar o risco de tesouraria existente, mesmo estando dependente das características do setor.

- Prazos médios de rotação – medidores de estabilidade de variadas rúbricas do ativo ou passivo, muito utilizados no sentido de avaliar e/ou responsabilizar os gestores pelo consumo de recursos;

O Prazo Médio de Pagamentos (PMP) é um indicador importante no sentido de avaliarmos o tempo que a empresa demora a liquidar aos fornecedores.

$$\text{PMP} = \frac{\text{Fornecedores x 365 dias}}{(\text{Compras} + \text{F.S.E.}) (1 + \text{Taxa Média IVA})}$$

Semelhante ao rácio acima, o Prazo Médio de Recebimentos (PMR) permite-nos identificar o tempo médio que os clientes demoram a efetuar os pagamentos.

$$\text{PMR} = \frac{\text{Clientes x 365 dias}}{\text{Volume de Negócios} (1 + \text{Taxa Média IVA})}$$

O Prazo Médio de Inventários (PMI) procura medir o grau de eficiência com que a empresa está a efetuar a sua gestão de inventários e o tempo que estes permanecem na empresa.

$$\text{PMI} = \frac{\text{Inventários (médios) x 365 dias}}{\text{Custo das Vendas}}$$

A Duração Líquida do Ciclo de Exploração (DLCE) será um indicador que nos permitirá avaliar o tempo que em média decorre entre a entrada de mercadorias e/ou matérias-primas até ao recebimento por parte dos clientes.

$$\text{DLCE} = \text{PMI} + \text{PMR} - \text{PMP}$$

3.4.4. Rácios de rendibilidade

Os rácios de rendibilidade incidem sobre o equilíbrio financeiro e têm como objetivo avaliar a sustentabilidade do equilíbrio no longo prazo.

Começando pela rendibilidade dos capitais próprios ou *return on equity* (RCP), esta avalia o nível de eficiência, no ano de utilização, dos fundos próprios (resultados gerados por cada euro de capital próprio).

$$\text{RCP} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capital Próprio}}$$

Outro indicador analisado será a rendibilidade operacional do ativo (ROA), que nos permite identificar os resultados (antes de gastos financeiros, impostos sobre lucros e operações extraordinárias) por cada euro de ativo utilizado na exploração.

$$\text{ROA} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Ativo}}$$

Por fim será ainda utilizado o rácio da rendibilidade operacional das vendas (ROV), permitindo-nos identificar a percentagem das vendas que resta depois de cobertos todos os custos de exploração, incluindo provisões e amortizações.

$$\text{ROV} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Volume de Negócios}}$$

3.5. Análise dos dados

3.5.1. Setor do vestuário

Iniciemos o estudo referente ao setor do vestuário através da análise dos rácios e indicadores previamente identificados.

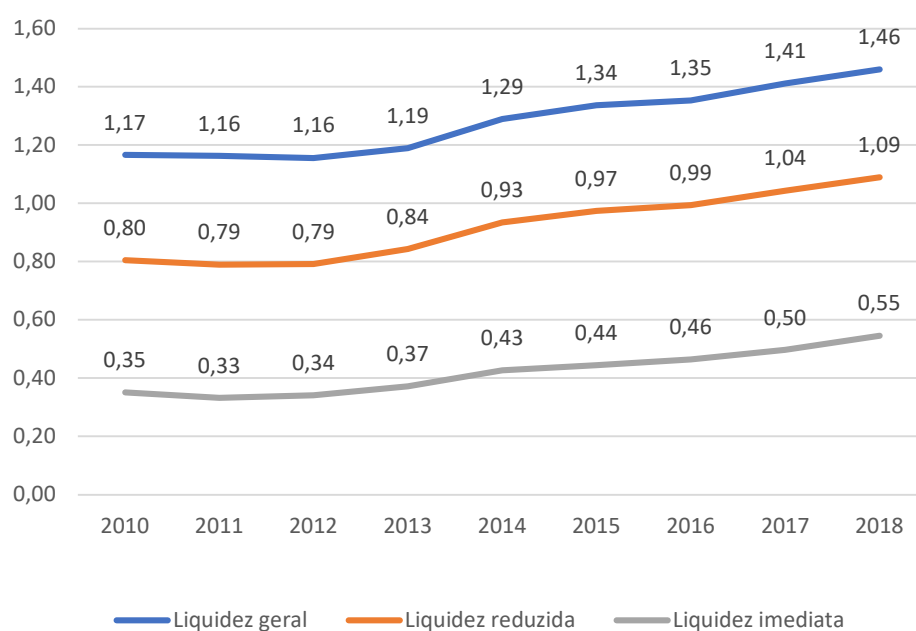


Figura 4 - Rácios de liquidez no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

A figura 4 apresenta-nos um conjunto de rácios de liquidez calculados de acordo com os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

Verifica-se um aumento gradual destes indicadores ao longo do período em análise, apesar de no ano 2011, ano em que se instala um clima de crise em Portugal com a chegada da Troika, verificar-se um ligeiro decréscimo.

A liquidez geral, no ano de 2010 regista um valor de 1,17, apresentando no ano 2018 um valor de 1,46. Estes valores permitem-nos afirmar que a totalidade do ativo de curto prazo das empresas neste setor é superior aos compromissos e responsabilidade no prazo de um ano. No entanto é importante relembrar que caso a composição do ativo se centre em inventários e/ou clientes com elevado risco de aparecimento de imprevistos, a liquidez geral superior a 1, pode não ser suficiente para evitar problemas financeiros.

A liquidez reduzida, à semelhança da liquidez geral, avalia também a capacidade do ativo de curto prazo ser superior aos compromissos das empresas, no entanto este rácio retira ainda ao ativo de curto prazo os inventários, procurando assim avaliar o grau de dependência das existências de forma a liquidar o passivo a curto prazo. Este rácio, entre 2010 e 2018, apresenta valores muito próximos da unidade, chegando no ano de 2017 a ultrapassar esse marco e registando em 2018 um valor de 1,09. Podemos então afirmar que sem existências seria possível liquidar (provavelmente) a totalidade do passivo de curto prazo, demonstrando assim existir independência dos inventários neste setor.

O rácio de liquidez imediata, para além de retirar ao ativo de curto prazo os inventários, tal como a liquidez reduzida, retira ainda os clientes, devido ao seu risco de transformação em meios monetários líquidos. Verifica-se que os valores apresentados por este rácio são bastante inferiores aos apresentados pelos rácios anteriores, o que nos indica que a capacidade de regularizar o passivo de curto prazo com os valores imediatamente disponíveis não é ideal, estando assim as empresas deste setor muito dependentes da realização dos clientes. O rácio em questão apresenta um valor de 0,35 em 2010, aumentando gradualmente até aos 0,55 no ano de 2018. Neste ponto as empresas do setor possuem cerca de 50% de capacidade de regularizar o passivo de curto prazo através dos meios monetários líquidos imediatamente disponíveis.

Os valores apresentados por estes indicadores acompanham o crescimento sentido na generalidade dos setores, onde se tem verificado uma melhoria gradual ao longo dos anos

em análise, ainda que ligeiramente inferiores. Na generalidade dos setores em 2010 a liquidez geral apresentava um valor de 1,24 chegando a 2018 com 1,46. Quanto à liquidez reduzida em 2010 era de 0,79, sendo em 2018 de 1,02. A liquidez imediata apresenta em 2018 um valor de 0,66, depois de registar em 2010 um valor de 0,45.

Tabela 6 - FM, NFM e Tesouraria no setor do vestuário (em milhares de euros)

Fonte: Banco de Portugal

	FM	NFM	Tesouraria
2010	242 306	454 076	- 211 769
2011	227 818	452 532	- 224 714
2012	216 439	423 883	- 207 444
2013	253 312	398 567	- 145 255
2014	362 284	425 268	- 62 984
2015	429 413	468 182	- 38 769
2016	464 617	478 027	- 13 410
2017	531 006	492 048	38 958
2018	586 844	491 175	95 669

Ainda dentro dos rácios de liquidez, na tabela 6 verifica-se, tal como nos indicadores apresentados anteriormente, um crescimento gradual no período em análise.

O fundo de maneo apresenta em 2010 um valor de 242 306 milhares de euros, chegando ao ano de 2018 com mais do dobro desse valor. Este aumento é justificado pelo aumento dos capitais permanentes, combinado com uma redução acentuada do valor do ativo de longo prazo, resultando assim na redução gradual do fundo de maneo.

Podemos assim afirmar que neste setor o ativo circulante (a curto prazo) é bastante superior ao passivo de curto prazo, no entanto o facto de termos um fundo de maneo superior a zero não assegura que existe capacidade para solver os compromissos, nem sequer que existe equilíbrio financeiro. Para tal, é fundamental analisarmos os restantes rácios.

Neste indicador entre os anos de 2010 a 2012 é possível observar-se um decréscimo nos valores apresentados, resultado do impacto da crise financeira instalada no país. A partir do ano 2013 o país começa a recuperar a sua economia verificando-se um crescimento acentuado para valores bastante superiores aos apresentados em 2010.

As necessidades de fundo de maneiio (ou *working capital*), correspondem ao valor do fundo de maneiio associado ao financiamento do ciclo de exploraçaõ. Este indicador, seguindo a linha de evoluçaõ no fundo de maneiio tem igualmente vindo a aumentar apesar do seu período de decréscimo se ter prolongado por mais um ano (até 2013).

Em 2010 apresenta um valor de 454 076 milhares de euros, chegando ao ano de 2018 com cerca de mais 40 000 milhares de euros. Estes valores tão avultados de NFM indicam-nos ciclos de exploraçaõ mais longos, existindo assim maiores necessidades de financiamento e possibilitando a existênciia de pressãõ sobre o fundo de maneiio, sendo necessáριο encontrar formas de financiamento do ciclo de exploraçaõ fora do mesmo.

Tendo por base os valores indicados de FM e NFM, é entãõ previsível que a tesouraria, sendo ela a subtraçaõ das NFM ao FM, apresente valores negativos. No ano de 2010, a tesouraria apresenta um valor de 211 769 milhares de euros negativos, porêmm no ano de 2018 e apesar de as NFM terem continuado a aumentar, devido ao grande aumento do FM, o valor apresentado pela tesouraria passa para 95 669 milhares de euros positivos.

Posto isto, o ano de 2018 apresenta-se com valores positivos em todos os indicadores, o que mantendo-se assim nos permite indicar a existênciia de uma situaçaõ financeira equilibrada, com margem de segurança, onde todo o ciclo de investimento e ainda o ciclo de exploraçaõ sãõ financiados por capitais permanentes existindo necessiidade de investimento em *working capital* uma vez que o ciclo de exploraçaõ nãõ se autofinancia na totalidade.

Comparativamente com a generalidade dos setores, os valores apresentam uma dimensãõ bastante inferior.

O FM apresenta igualmente entre 2010 e 2018 uma evoluçaõ gradual, no entanto com valores registados entre os 35 755 678 milhares de euros e os 57 310 478 milhares de euros, muito superiores aos 586 844 milhares de euros registados neste setor no ano de 2018.

Relativamente às NFM, o comportamento deste setor é contráριο ao comportamento da generalidade dos setores, onde se registou uma reduçaõ das NFM entre os anos de 2010 e 2018, de 71 347 837 milhares de euros para 58 824 992 milhares de euros.

O aumento registado nas NFM do setor do vestuáριο está relacionado com facto do setor em análise se enquadrar nos setores industriais onde por norma se regista uma maior pressãõ do FM, com valores mais elevados, onde as empresas sãõ obrigadas a procurar outras formas de financiamento do ciclo de exploraçaõ fora do mesmo.

Posto isto, é natural que a tesouraria também apresente valores distintos, apesar de a evolução ser muito semelhante. Na generalidade dos setores a tesouraria em 2018 ainda registava valores negativos, próximos dos 1 514 514 milhares de euros, porém este valor estava tendencialmente a reduzir desde 2010 onde apresentava cerca de 35 592 159 milhares de euros negativos.

Um rácio que poderá também ser importante analisar é NFM/VN, uma vez que nos permite chegar a conclusões importantes analisando até que ponto a volatilidade das vendas e a probabilidade de existência de dificuldades financeiras incentiva as empresas a adotarem políticas de gestão de FM mais eficientes e/ou agressivas.

Tabela 7 - Gestão do Fundo Maneio no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NFM/VN*365	66	63	60	54	54	55	55	53	53

O rácio NFM/VN expresso em dias indica-nos o prazo médio do ciclo de exploração que para efeitos de análise torna-se um indicador mais interessante.

Observando a tabela, é então possível verificarmos que no espaço temporal em análise o valor apresentado pelo rácio depois de uma redução no ano de 2013 não sofre grandes oscilações. Em 2010, o rácio apresenta um valor de 66 dias, sofrendo então um ligeiro decréscimo até ao ano de 2013 onde se apresenta nos 54 dias. Em 2018, este indicador apresenta um valor de 53 dias.

Estes valores indicam-nos que de uma forma geral as empresas deste setor têm vindo a utilizar políticas de gestão de FM eficientes/agressivas. Apesar de se verificar um aumento do VN, agregado a uma menor volatilidade das vendas, a presença da forte recessão económica dos últimos anos deixou as empresas em estado de alerta, mantendo a gestão de FM apertada e controlada.

Esta decisão implica um maior controlo na concessão de créditos a clientes, minimizando assim a possibilidade de haver dívidas incobráveis e um aumento na rapidez do recebimento das vendas. A redução no nível dos inventários pode também ser um elemento importante uma vez que diminui o investimento por parte da empresa e proporciona uma melhoria no prazo médio de inventários.

Em sentido contrário, as empresas aumentam tendencialmente a utilização de crédito comercial de forma a financiarem o seu ciclo de exploração e a fazerem face às dificuldades no acesso a outras formas de financiamento (tal como o crédito bancário).

Tabela 8 - Rácios de endividamento e estrutura de capital no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	Autonomia Financeira	Solvabilidade	Debt to Equity	Endividamento
2010	0,19	0,23	4,28	0,81
2011	0,19	0,22	4,48	0,82
2012	0,18	0,22	4,57	0,82
2013	0,20	0,25	4,01	0,80
2014	0,24	0,31	3,19	0,76
2015	0,26	0,36	2,78	0,74
2016	0,29	0,42	2,41	0,71
2017	0,31	0,46	2,18	0,69
2018	0,34	0,51	1,96	0,66

A tabela 8 apresenta um conjunto de rácios de endividamento e estrutura de capital, com base nos dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

Nos rácios da autonomia financeira e solvabilidade, observa-se uma ligeira redução entre os anos de 2010 e 2012, à semelhança de outros indicadores, fruto da crise financeira instalada no país. Entre os anos de 2013 e 2018 o seu comportamento foi tendencialmente crescente.

Em 2010, a autonomia financeira apresentava um valor de 19%, chegando ao ano de 2018 com um valor de 34%. Tratam-se de valores aceitáveis para este rácio, não existindo, no entanto, um valor que se possa definir como ideal. Estes valores indicam-nos a percentagem do ativo total das empresas que é financiada através de capitais próprios, demonstrando assim o nível de empenhamento dos sócios no financiamento dos ativos.

Quanto mais altos foram os níveis de capital próprio, menor será o risco associado à dependência de capital alheio que poderá ser muito importante num contexto de crise financeira. Ainda assim, níveis elevados de capital próprio não significam maiores rendibilidades.

Relativamente ao rácio da solvabilidade, em 2010 este indicador apresentava um valor de 23%, registando no ano de 2018 um valor de 51%.

Este rácio, procura avaliar a capacidade de as empresas solverem compromissos, ou seja, indica-nos a percentagem do capital próprio capaz de fazer face ao passivo total.

Apesar de o valor apresentado no ano 2018 ser um valor razoável, na teoria, um rácio de solvabilidade “elevado” não garante a inexistência de problemas de tesouraria a curto prazo.

Quanto ao *debt to equity*, como é de esperar este tem um comportamento contrário ao rácio da solvabilidade.

O rácio de endividamento sofreu um ligeiro aumento entre os anos de 2010 e 2012, influenciado pela crise financeira, onde as empresas sentiram necessidade de aumentar o seu endividamento de forma a salvaguardar os níveis de liquidez necessários para o bom funcionamento das suas atividades.

A partir do ano 2013 (80%) este indicador apresenta-nos uma redução gradual, apresentando em 2018 um valor de 66%, depois de em 2010 registar um valor de 81%.

Esta redução foi possível através de um aumento significativo do valor dos ativos nas empresas deste setor e em sentido inverso uma redução do passivo que indiciam uma maior capacidade financeira por parte das empresas, deixando cada vez mais de recorrer ao passivo, nomeadamente ao passivo remunerado de forma a financiarem o seu ativo através dos capitais próprios.

Estes indicadores estão muito próximos dos valores apresentados pela generalidade dos setores nas empresas portuguesas, acompanhando as suas evoluções.

No caso da autonomia financeira, esta tal como no setor do vestuário apresenta um aumento gradual, passando dos 27,41% em 2010 para os 35,85% em 2018. No mesmo sentido a solvabilidade aumenta e o *debt to equity* diminui.

Quanto ao endividamento, este apresenta igualmente uma ligeira redução entre o período em análise, passando dos 73% em 2010 para um valor de 64% em 2018.

Tabela 9 - Rácios de crédito bancário no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	Financiamentos Obtidos / EBITDA	Finan. Obtidos / Passivo Total	Passivo Total / Endi- vidamento Bancário	Passivo Total / Fornecedores
2010	22,71	0,35	3,71	3,64
2011	11,41	0,35	3,89	3,64
2012	13,80	0,34	4,05	3,43
2013	5,87	0,34	3,95	3,37
2014	4,11	0,35	3,72	3,39
2015	3,60	0,35	3,73	3,21
2016	3,42	0,35	3,73	3,11
2017	3,25	0,36	3,68	3,16
2018	3,03	0,36	3,77	3,25

A tabela 9 apresenta um conjunto de rácios de crédito bancário, tendo por base os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

Começando pelo rácio de financiamentos obtidos/EBITDA, pode verificar-se um decréscimo acentuado ao longo dos anos, passando dos 22,71 registados em 2010 para 3,03 em 2018. Este rácio permite-nos aferir o número de anos necessários para que as empresas liquidem os seus financiamentos mantendo o mesmo nível de resultados. Deste modo, é possível afirmarmos que a capacidade de solver os financiamentos por parte das empresas deste setor melhorou bastante.

O rácio financiamentos obtidos/passivo total apresenta valores muito semelhantes durante o período em análise, sofrendo pequenas oscilações entre os 34% e os 36%. Este rácio permite-nos assim identificar o peso do endividamento remunerado (financiamentos obtidos) no total do endividamento da empresa (passivo). Apesar de ligeiro, o rácio apresenta um crescimento do peso dos endividamentos remunerados no passivo total das empresas nos últimos anos.

Os rácios passivo total/endividamento bancário e passivo total/fornecedores apresentam comportamentos muito semelhantes. Entre os anos de 2010 e 2012 observa-se um ligeiro aumento destes indicadores, no entanto a partir do ano 2013 é possível observar-se um aumento do peso das rubricas de endividamento bancário e fornecedores na estrutura do passivo das empresas em análise. Estes rácios apresentam valores entre as 3 e 4 unidades, com ligeiras alterações, mas com um comportamento decrescente.

As empresas apresentam uma maior dificuldade em solver os seus compromissos para com os fornecedores, o que poderá estar a influenciar o aumento do crédito bancário de forma a cumprir com as suas obrigações a curto prazo.

Comparativamente com a generalidade dos setores e começando pelo rácio de financiamentos obtidos/EBITDA, este apresenta um comportamento semelhante ao do setor em análise, apesar de apresentar dimensões distintas. Em 2010 este indicador possui um valor de 7,66, sofrendo um ligeiro decréscimo até ao ano 2018 onde apresenta um valor de 5,00.

O rácio financiamentos obtidos/passivo total em comparação com a generalidade dos setores apresenta um comportamento muito semelhante ao do setor do vestuário. No entanto, este indicador na generalidade dos setores regista um peso superior dos financiamentos obtidos relativamente ao passivo total, apresentando em 2018 um valor de 54%. Esta característica do setor do vestuário poderá estar influenciada pelo efeito industrial, obrigando as empresas a possuir níveis de liquidez mais elevados de forma a sustentar a atividade operacional, reduzindo a necessidade de recorrer a financiamentos externos.

O rácio passivo total/endividamento bancário apresenta um comportamento ligeiramente diferente no período em análise, onde na generalidade dos setores verifica-se uma redução do peso do endividamento bancário na estrutura do passivo das empresas portuguesas.

Por fim, o rácio passivo total/fornecedores na generalidade dos setores apresenta um comportamento crescente, porém com dimensões diferentes, uma vez que os valores apresentados são cerca de o dobro dos valores registados no setor do vestuário, registando no ano 2018 um valor de 6,30.

Tabela 10 - Peso dos ATF e dos Gastos de Financiamento no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	Ativos Fixos Tangí- veis / Ativo Total	G. de Financiamento / V.N	G. de Financiamento / Passivo Total	Margem EBITDA
2010	23,24%	1,62%	2,12%	1,17%
2011	23,11%	1,51%	2,16%	2,12%
2012	22,38%	1,49%	2,15%	1,70%
2013	22,11%	1,22%	1,91%	3,67%
2014	21,25%	1,08%	1,89%	4,83%
2015	21,34%	0,94%	1,71%	5,30%
2016	22,53%	0,76%	1,47%	5,35%
2017	22,20%	0,68%	1,35%	5,58%
2018	22,81%	0,58%	1,17%	5,89%

A tabela 10 apresenta-nos um conjunto de rácios que permitem avaliar o peso de algumas rubricas na estrutura das empresas do setor do vestuário.

O rácio AFT/AT permite-nos identificar o peso dos ativos fixos tangíveis na estrutura do ativo das empresas. Durante a revisão de literatura foi possível observar que os AFT têm um papel importante na obtenção de financiamentos por parte das empresas, tornando-se numa mais-valia na hora de solicitar empréstimos junto das entidades do setor bancário.

Durante o período em análise o rácio sofre ligeiras alterações, mantendo-se muito próximo dos 22% ao longo de todo o período.

Comparativamente com a generalidade dos setores, o rácio apresenta um comportamento semelhante, embora com valores ligeiramente inferiores. Durante o mesmo período em análise a generalidade dos setores apresentava um valor a rondar os 29%, tornando assim visível que existem setores onde o peso dos ATF é mais acentuado na estrutura dos ativos das empresas.

O rácio gastos de financiamento/volume de negócios permite-nos identificar o peso dos gastos de financiamento face ao volume de negócios das empresas.

Neste período verifica-se que o rácio apresenta valores muito reduzidos, sofrendo ainda assim um decréscimo para cerca de metade do valor apresentado em 2013.

A melhoria da situação financeira, juntamente com a redução das taxas de juro em função do efeito troika e uma conseqüente melhoria da RCP, contribuíram para a redução do peso dos gastos de financiamento no passivo total das empresas.

Esta redução dos gastos de financiamento é variável consoante a dimensão da empresa. Por classes de dimensão, em 2018 os gastos de financiamento diminuíram cerca de 18% nas grandes empresas, e 5% nas pequenas e médias empresas. Nas microempresas, os gastos de financiamento aumentaram marginalmente, após cinco anos de reduções consecutivas.

De acordo com o banco de Portugal, metade das empresas que suportavam gastos de financiamento em 2017 registaram um decréscimo desse indicador relativamente a 2016. Em 24% das empresas onde os gastos de financiamento diminuíram, esta redução aconteceu apesar de a dívida remunerada ter aumentado. Em termos setoriais, os gastos de financiamento diminuíram em todos os setores de atividade.

A conjugação da evolução dos gastos de financiamento com o aumento do EBITDA determinou uma diminuição da pressão financeira sobre as empresas.

Quanto ao rácio de gastos de financiamento/passivo total este indica-nos a percentagem dos gastos de financiamento face ao passivo total da empresa.

Este indicador, tal como o anterior, apresenta um decréscimo no período em análise, chegando a 2018 com um valor de 1,17%. Em termos setoriais, este indicador está em sintonia com o comportamento e os valores registados na generalidade dos setores nas empresas portuguesas.

A margem EBITDA, calculada através do EBITDA/VN, é um indicador muito relevante para a maioria dos empresários uma vez que permite identificar a margem libertada pela atividade operacional antes de gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações face ao volume de negócios do período.

No período em análise este indicador apresenta uma melhoria significativa, resultante do aumento do VN das empresas do setor, acompanhado por uma redução do peso de algumas rubricas como o CMVMC, FSE e custos com pessoal face ao volume de negócios.

Comparativamente com a generalidade dos setores este indicador tem um comportamento semelhante, embora apresente valores ligeiramente inferiores (em 2018 apresenta um valor de 11,21%).

Comparando o rácio dos gastos de financiamento/VN e margem EBITDA é possível determinar o peso dos custos com depreciação e amortização na estrutura das empresas. Verifica-se então que neste setor os custos com depreciação e amortização têm um impacto superior na estrutura de custo das empresas face aos gastos de financiamento, sendo necessário uma margem superior para fazer face a estes.

Tabela 11 - Rácios de rotação no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rotação Ativo Total	1,06	1,17	1,18	1,25	1,33	1,34	1,36	1,36	1,33
Rotação das Necessidades Cíclicas	2,11	2,26	2,28	2,48	2,69	2,72	2,86	2,87	2,93

Na tabela 11 estão dois rácios de rotação que utilizam o volume de negócios como método comparativo. O primeiro, o rácio de rotação do ativo total procura medir o grau de eficiência com que a empresa está a utilizar os seus ativos, como tal quanto maior o valor do rácio de rotação do ativo, maior é a eficiência com que a empresa está a gerar vendas. Podemos então observar que o rácio, em sintonia com os restantes indicadores até aqui analisados, sofreu uma evolução positiva ao longo do período em análise, registando-se um crescimento gradual. Este apresenta um valor de 1,06 em 2010, chegando ao ano de 2018 com um valor de 1,38. No entanto, é possível verificar-se que do ano 2017 para o ano 2018, o indicador sofreu um ligeiro decréscimo de 0,3. Esta redução ocorre, devido a um decréscimo das vendas e prestações de serviço da atividade, face ao ativo total.

Em comparação com a generalidade dos setores nas empresas portuguesas (em 2018 cerca de 0,6), este rácio apresenta valores bastante superiores, que nos permitem afirmar a forte eficiência na utilização dos seus ativos por parte das empresas do setor do vestuário. Esta diferença pode estar relacionada com o fator industrial que potencia a utilização dos ativos.

O rácio de rotação das necessidades cíclicas é um rácio que está muito dependente do setor em que este se insere. Em termos gerais, pode afirmar-se que quanto maior for o valor registado por este, menor será o risco de tesouraria. Entre os anos de 2010 e 2018, verifica-se um aumento progressivo deste indicador em cerca de 0,82.

Na generalidade dos setores verifica-se um comportamento muito semelhante, tendencialmente crescente, apesar de apresentar valores ligeiramente inferiores. Em 2018, a generalidade dos setores apresentava um valor de 2,19.

Tabela 12 - Prazos médios e duração do ciclo de exploração no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	Prazo médio de pagamentos	Prazo médio de recebimentos	Prazo médio de inventários	DLCE
2010	101	91	215	205
2011	91	84	197	190
2012	94	83	199	189
2013	88	80	178	170
2014	79	75	160	156
2015	80	75	158	154
2016	77	72	150	145
2017	75	72	152	149
2018	73	70	154	151

A tabela 12 apresenta-nos os prazos médios e a respetiva duração do ciclo de exploração no setor em análise, de acordo com os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

O prazo médio de pagamentos indica-nos o tempo médio de pagamento aos fornecedores por parte das empresas deste setor. De uma forma geral, verifica-se uma redução gradual nos últimos anos, com exceção do ano de 2015, onde se verificou um aumento de 1 dia. Este indicador apresenta em 2010 um valor de 101 dias, chegando ao ano de 2018 com um valor de 73 dias. Para esta redução, contribuíram não só uma redução dos saldos médios de fornecedores, mas também um aumento nas rubricas de compras e fornecimentos e serviços externos. Um prazo médio de fornecedores alto, poderá indicar capacidade de poder negocial da empresa ou pode simplesmente estar relacionado com as especificidades do setor, no entanto, um valor muito elevado (superior a 180 dias) poderá apontar problemas pontuais de tesouraria.

O prazo médio de recebimentos, tal como o nome indica, apresenta-nos o tempo médio de recebimento dos clientes. Tal como o rácio anterior, este apresenta igualmente um

decréscimo no período em análise. Em 2010, este indicador apresenta um valor de 91 dias, registrando em 2018 um valor de 70 dias.

Quanto menor for o prazo de recebimentos, menor será o risco de existirem problemas ao nível da tesouraria.

Em comparação com a generalidade dos setores estes dois indicadores, PMP e PMR, apresentam comportamentos e valores muito semelhantes aos registados.

Relativamente ao prazo médio de inventários, este mantém a tendência dos rácios até aqui analisados, apresentando em 2010 um valor de 215 dias sofrendo um decréscimo gradual, desta forma, em 2018 apresenta um valor de 154 dias. Este rácio deve ser o mais reduzido possível, uma vez que demonstra a existência de eficiência na utilização dos recursos, sendo um rácio importante no controlo de gestão das entidades.

Tendo em conta a análise dos três rácios acima apresentados, e sendo a DLCE constituída pela soma dos PMI com os PMR e subtraindo os PMP é normal que se tenha verificado também uma redução deste indicador no período em análise. O ano de 2010 apresenta um valor de 205 dias, chegando ao ano de 2018 com 151 dias. No entanto, o ano de 2017 apresenta um ligeiro aumento relativamente ao ano de 2016, contrariando o comportamento dos anos anteriores. Este aumento está relacionado com o aumento do PMI também registado no ano de 2017.

O setor do vestuário possui uma DLCE consideravelmente elevada, muito influenciada pelos elevados prazos médios de inventários registados no setor, sendo questionável se o facto de a maioria das empresas em análise não serem auditadas, não poderá estar relacionado com os valores apresentados por este indicador.

A redução apresentada pela DLCE, contribuiu para os valores apresentados pelo indicador da tesouraria passarem a valores positivos.

Na generalidade dos setores, o PMI e a DLCE, apresentam também comportamentos semelhantes relativamente à evolução do rácio ao longo do período em análise, porém o setor do vestuário apresenta ainda assim valores ligeiramente inferiores (em 2018, PMI=176 e DLCE=172).

Os valores apresentados por estes rácios são elevados e obrigam as empresas a adotar medidas muito rígidas de fundo de maneio de forma a conseguirem cumprir com a sua atividade operacional.

Tabela 13 - Rácios de rentabilidade no setor do vestuário

Fonte: Banco de Portugal

	Rendibilidade dos capitais próprios (RCP)	Rendibilidade operacional do ativo (ROA)	Rendibilidade operacional das vendas (ROV)
2010	-21,42%	-1,73%	-1,62%
2011	-16,03%	-0,38%	-0,32%
2012	-18,76%	-0,73%	-0,62%
2013	-3,35%	1,88%	1,50%
2014	4,25%	3,76%	2,82%
2015	7,34%	4,49%	3,34%
2016	7,71%	4,60%	3,37%
2017	7,96%	4,79%	3,53%
2018	8,18%	5,00%	3,76%

A tabela 13 apresenta-nos alguns rácios de rentabilidade no setor do vestuário, onde é possível observarmos de uma forma geral um crescimento gradual, no período em análise, para todos os indicadores.

A rentabilidade dos capitais próprios apresenta em 2010 um valor negativo de 21%, devido ao valor do resultado líquido registado nesse ano (cerca de 95 578 milhares de euros negativos). No entanto, as condições económicas do setor permitiram uma evolução do resultado líquido para valores positivos, que conseqüentemente levou a uma RCP positiva. A evolução do indicador, tal como anteriormente dito, foi tendencialmente crescente apresentando-se em 2018 com um valor próximo dos 8%.

Por cada euro de fundos próprios (capital próprio) utilizado as empresas geram cerca de 8% de resultados.

Quanto maior for este indicador, mais atraente será a empresa para os investidores e maior será a sua facilidade em aumentar os seus capitais próprios.

A rentabilidade operacional do ativo em 2010 regista um valor de cerca de 2% negativo, registando também um crescimento, ainda que ligeiramente inferior ao registado pela RCP, apresentando-se em 2018 com um valor de 5%. Na prática, por cada euro de ativo utilizado as empresas geram cerca de 5% de resultados.

A rentabilidade operacional das vendas apresenta-se como o indicador com o valor mais reduzido, registando em 2010 um valor de 1,62% negativo. O crescimento foi proporcional,

sendo este o indicador com um crescimento exponencial mais baixo, apresentando em 2018 um valor de 3,76%.

Este indicador permite-nos avaliar a capacidade de absorção de gastos financeiros por parte destas empresas, onde verificamos que a margem disponível para suportar custos financeiros é reduzida, apesar de se registar um crescimento no período em análise.

Os valores apresentados pelo ROA são bastante baixos, chegando mesmo a apresentar valores negativos, permitindo-nos afirmar que qualquer financiamento com base em capital alheio vai agravar os prejuízos a nível operacional.

Estes indicadores comparativamente com a generalidade dos setores possuem comportamentos e valores muito semelhantes, com exceção do ROV que apresenta um valor bastante superior (em 2018, ROV=7,40%).

3.5.2. Setor do alojamento, restauração e similares

Passemos ao estudo referente ao setor do alojamento, restauração e similares através da análise dos rácios e indicadores previamente identificados.

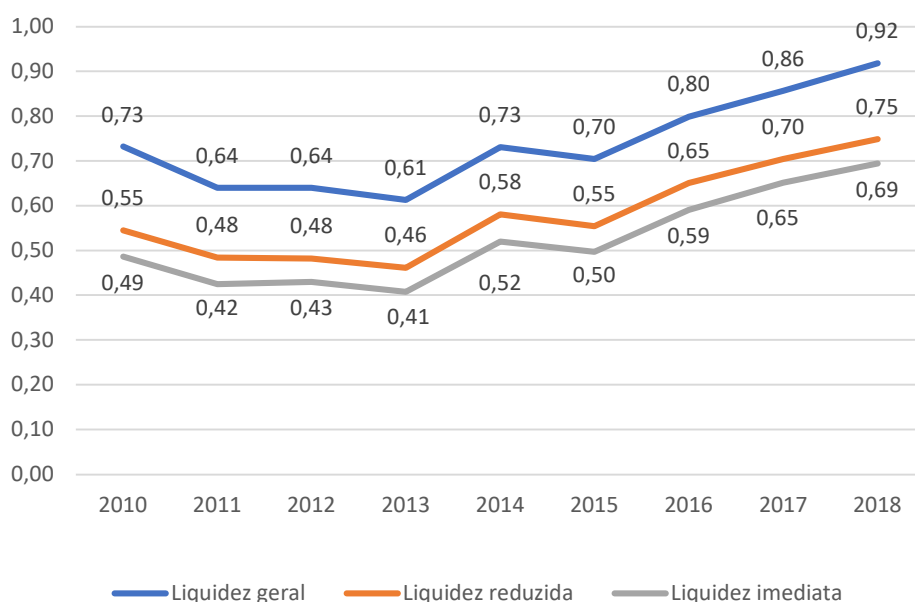


Figura 5 - Rácios de liquidez no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

A figura 3, de acordo com os dados disponibilizados pela central de balanços do banco de Portugal, apresenta-nos um conjunto de rácios de liquidez, onde tal como acontecera no setor

anterior, é possível observar de uma forma geral um crescimento gradual destes indicadores, porém com algumas especificidades. À semelhança do que aconteceu com a maioria dos indicadores já analisados, entre os anos de 2010 e 2013 verificou-se uma redução dos valores apresentados, influenciados pela crise financeira e intervenção da troika no país.

A liquidez geral apresenta um valor de 0,73 no ano de 2010, tendo sofrido até ao ano de 2018 um aumento significativo desse valor para os 0,92. Ainda assim, verificou-se uma pequena regressão entre o ano de 2014 e 2015, tendo diminuindo cerca de 0,2.

Apesar da evolução verificada neste indicador, os valores até aqui apresentados indicam-nos que a totalidade do ativo de curto prazo é inferior aos compromissos e/ou responsabilidades da empresa até um ano. Com isto, caso a empresa transforme em meios líquidos todo o seu ativo corrente, este não seria suficiente para fazer face ao passivo corrente.

A liquidez reduzida e a liquidez imediata apresentam comportamentos muito semelhantes ao da liquidez geral. A liquidez reduzida tem um valor de 0,55 em 2010, apresentando em 2018 um valor de 0,75. Durante os anos de 2014 e 2015, sofreu também um ligeiro decréscimo de 0,3. Estes valores demonstram alguma dependência das existências para liquidar o passivo exigível a curto prazo.

A liquidez imediata, em 2010 tem um valor de 0,49, chegando ao ano de 2018 com 0,69. Entre o ano de 2014 e 2015, também esta sofreu uma ligeira redução de 0,2.

Este rácio demonstra-nos alguma incapacidade por parte das empresas em regularizar o passivo de curto prazo apenas com os meios líquidos imediatamente disponíveis.

Estes rácios comparativamente com a generalidade dos setores nas empresas portuguesas, apresentam um comportamento semelhante no período em análise, onde se observa igualmente um crescimento gradual dos valores apresentados.

No entanto, a liquidez geral e a liquidez reduzida na generalidade dos setores apresentam valores superiores. Em 2018, a liquidez geral apresenta um valor de 1,46 (em 2010, LG=1,24) e a liquidez reduzida 1,02 (em 2010, LR=0,79). O indicador da liquidez imediata apresenta valores muito semelhantes aos registados pelo setor do alojamento, restauração e similares.

Conclui-se então que os níveis de liquidez neste setor são ligeiramente inferiores aos registados pela generalidade dos setores e pelo setor do vestuário (com exceção da liquidez imediata), apresentando algumas dificuldades em solver os seus compromissos a curto prazo.

Tabela 14 - FM, NFM e Tesouraria no setor do alojamento, restauração e similares (em milhares de euros)

Fonte: Banco de Portugal

	FM	NFM	Tesouraria
2010	- 1 447 722	373 315	- 1 821 036
2011	- 2 186 677	245 569	- 2 432 246
2012	- 2 320 308	210 010	- 2 530 318
2013	- 2 525 543	228 696	- 2 754 239
2014	- 1 562 356	93 408	- 1 655 764
2015	- 1 768 296	83 610	- 1 851 906
2016	- 1 149 523	73 746	- 1 223 268
2017	- 844 669	44 028	- 888 697
2018	- 495 444	138 934	- 634 378

Ainda dentro dos rácios de liquidez, na tabela 14 é perceptível uma evolução gradual registada no indicador fundo de maneiio, verificando-se uma melhoria do mesmo no período em análise. Ainda assim, este indicador apresenta em 2010 um valor de 1 447 722 milhares de euros negativos, chegando ao ano de 2018 com um valor ainda bastante negativo de 495 444 milhares de euros. Esta melhoria é justificada pelo aumento dos capitais permanentes, que conseguem suprir o aumento dos ativos de longo prazo registado no período.

O capital permanente não é suficiente para financiar o ativo de médio e longo prazo, não existindo margem de segurança financeira utilizada para cobrir possíveis imprevistos ou diferenças significativas entre os prazos de exigibilidade do passivo e de realização do ativo.

As necessidades de fundo de maneiio por sua vez, apresentam valores positivos, com tendência a tornarem-se negativos (os valores estão cada vez mais próximos de zero). Em 2010 este indicador possui um valor de 373 315 milhares de euros, sofrendo um decréscimo até aos 138 934 milhares de euros em 2018.

NFM positivas significam uma maior pressão sobre o fundo de maneiio, obrigando as empresas a encontrar formas de financiamento do ciclo de exploração externas. Os capitais permanentes devem ser suficientes para financiar os ativos de longo prazo e as NFM.

Caso as NFM acabem por se tornar negativas, o ciclo de exploração passa a ser autossuficiente, gerando excedentes que reduzem a margem de segurança necessária em termos de fundo de maneiio.

A tesouraria apresenta valores bastantes negativos, apesar de se verificar uma melhoria nos últimos anos. O valor apresentado no ano de 2010 ronda os 1 821 036 milhares de euros negativos, passando em 2018 para cerca de um terço desse valor (634 378 milhares de euros negativos).

Posto isto, os valores apresentados por estes rácios em 2018 demonstram uma situação financeira frágil, com elevada tensão financeira, onde o capital permanente é insuficiente para financiar o ativo de médio e longo prazo, estando desta forma o ciclo de investimento a ser financiado pelo passivo de curto prazo.

Este cenário indica uma escolha de estruturação da maturidade dos empréstimos e/ou formas de financiamento inadequadas, que muitas das vezes passam pela utilização de contas correntes caucionadas e livranças).

A solução para este problema, quando existem resultados negativos sucessivos poderá passar por uma reestruturação financeira e/ou uma alteração da maturidade/reforço de capitais próprios caso existam problemas ao nível do planeamento.

Uma das formas de melhorar o fundo de maneiio e a tesouraria poderá ser através do desinvestimento, quando exequível.

A generalidade dos setores nas empresas portuguesas, no mesmo período, apresenta valores e comportamentos diferentes aos registados no setor do alojamento, restauração e similares. De acordo com os dados da central de balanços do banco de Portugal, o fundo de maneiio é na generalidade dos setores positivo e regista um crescimento gradual, fixando-se nos 57 310 478 milhares de euros em 2018 (quando em 2010 registava 35 755 678 milhares de euros). Relativamente às NFM, estas apresentam um comportamento decrescente semelhante às do setor do alojamento, restauração e similares, porém com dimensões bastante distintas. Em 2018 este indicador apresenta um valor de 58 824 992 milhares de euros (em 2010 era cerca de 71 347 837 milhares de euros).

Posto isto, a tesouraria apresenta-se igualmente negativa durante o período em análise na generalidade dos setores e com tendência a tornar-se também cada vez menos negativa. Em 2018 este indicador apresentava um valor de 1 514 514 milhares de euros negativos, quando em 2010 era de 35 592 159 milhares de euros negativos.

Tabela 15 - Gestão do fundo de maneo no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
NFM/VN*365	22	14	14	14	5	4	3	2	5

A tabela 14 apresenta-nos o rácio NFM/VN expresso em dias permitindo-nos obter o prazo médio do ciclo de exploração, para efeitos de análise torna-se assim um indicador mais interessante.

Durante o período analisado é possível observarmos uma evolução decrescente neste rácio, apresentando em 2010 um valor de 22 dias e chegando ano de 2018 com cerca de 5 dias (apesar de ter sofrido um ligeiro aumento no ano 2018, face ao ano 2017).

Esta evolução resulta de um aumento do volume de negócios acompanhado de uma redução das necessidades de fundo de maneo registadas no setor.

Apesar da melhoria das condições, este é um setor muito característico e na sua maioria trabalha diretamente com o consumidor final, o que lhes permite ter um maior controlo dos saldos de clientes facilitando a gestão da tesouraria.

Nos últimos anos, as empresas deste setor têm sofrido algumas dificuldades no que toca ao financiamento bancário, onde enfrentam elevadíssimas taxas de juro que as obrigam a manter fortes medidas de controlo na gestão do fundo de maneo.

Tabela 16 - Rácios de endividamento e estrutura de capital no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	Autonomia Financeira	Solvabilidade	Debt to Equity	Endividamento
2010	0,27	0,38	2,64	0,73
2011	0,24	0,31	3,22	0,76
2012	0,20	0,25	4,07	0,80
2013	0,18	0,22	4,52	0,82
2014	0,19	0,23	4,40	0,81
2015	0,20	0,25	3,98	0,80
2016	0,23	0,31	3,26	0,77
2017	0,25	0,33	3,00	0,75
2018	0,27	0,38	2,67	0,73

A tabela 13 apresenta-nos um conjunto de rácios de endividamento e estrutura de capital, em acordo com os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal.

Na autonomia financeira verifica-se uma melhoria dos valores apresentados nos últimos 5 anos do período em análise, depois de se verificar um decréscimo entre os anos de 2010 a 2013 resultado da crise financeira instalada no país. No ano de 2010 este indicador regista um valor de 27%, apresentando exatamente o mesmo valor no ano de 2018. Este aumento registado no indicador, para os valores já registados em 2010, deve-se sobretudo ao aumento dos capitais próprios face ao valor do ativo total. Dentro dos valores indicados para este rácio, os valores registados nos últimos anos estão tendencialmente a melhorar, considerando-se aceitáveis.

A utilização de capital alheio de médio e longo prazo, em alternativo ao de curto prazo, pode ser uma ótima forma de reforçar a sustentabilidade do equilíbrio financeiro, no entanto, o aumento dos prazos pode provocar também um aumento da incerteza e do risco por parte dos credores, podendo agravar o custo do capital alheio.

O rácio da solvabilidade acompanha o comportamento registado pela autonomia financeira, registando uma melhoria dos valores apresentados nos últimos 5 anos do período em análise. Em 2010, este apresentava um valor de 38%, registando no ano de 2018 o mesmo valor.

Apesar da melhoria, os valores apresentados demonstram falta de capacidade em liquidar as dívidas dos credores, uma vez que os ativos ao seu dispor são insuficientes para cobrir as suas obrigações financeiras (o ideal seria o rácio ser superior a 1). Quanto maior o grau de cobertura, maior será a solvabilidade.

Relativamente ao rácio de endividamento que analisa a parte do ativo suportada pelo passivo, este apresenta-nos uma ligeira redução ao longo dos 5 anos em análise, depois de também ter registado um aumento entre os anos de 2010 a 2013. Em 2010, o rácio apresentava um valor de 73%, chegando ao ano 2018 com o mesmo valor. A redução registada nos últimos anos resulta de um aumento no valor dos ativos nas empresas deste setor e em sentido inverso uma redução do seu passivo, indiciando uma maior capacidade de financeira por parte das empresas recorrendo cada menos ao passivo, nomeadamente ao passivo remunerado de forma a financiarem o seu ativo, utilizando assim os seus capitais próprios.

Comparativamente com a generalidade dos setores estes indicadores apresentam uma evolução comportamental semelhante, embora com valores um pouco inferiores.

Relativamente à autonomia financeira, na generalidade dos setores esta apresenta-se em 2018 com um valor de 36% (em 2010 registava 27%). No mesmo sentido a solvabilidade aumenta e o debt to equity diminui.

Quanto ao endividamento, este apresenta em 2010 um valor de 73%, chegando ao ano de 2018 com 64%.

Tabela 17 - Rácios de crédito bancário no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	Financiamentos Obtidos / EBITDA	Finan. Obtidos / Passivo Total	Passivo Total / Endividamento Bancário	Passivo Total / Fornecedores
2010	16,31	0,58	2,25	13,81
2011	55,45	0,57	2,33	13,97
2012	-48,19	0,63	2,55	15,03
2013	77,45	0,63	2,70	16,48
2014	30,83	0,62	3,03	16,46
2015	14,19	0,62	3,24	16,23
2016	9,07	0,62	3,21	16,15
2017	6,49	0,61	3,35	15,91
2018	6,65	0,63	3,45	15,83

A tabela 16 apresenta-nos um conjunto de rácios de crédito bancário, tendo por base os dados disponibilizados pela central de balanços do Banco de Portugal.

Começando pelo rácio financiamentos obtidos/EBITDA, verifica-se uma tendência decrescente relativamente ao peso dos financiamentos obtidos face ao EBITDA das empresas em análise. Durante os anos de 2010 a 2013 verificou-se uma tendência crescente neste indicador (em 2012 apresenta um valor negativo, influenciado pelo valor do EBITDA).

A partir do ano 2013 verifica-se uma melhoria das condições económicas no país, acompanhada por um aumento do volume de negócios e consequentemente do EBITDA do setor que resulta num decréscimo deste indicador, passando dos 77,45 apresentados em 2013 para os 6,65 em 2018. É possível afirmar que o tempo necessário para que as empresas liquidem os seus financiamentos, mantendo o mesmo nível de resultados, é bastante reduzido.

O rácio financiamentos obtidos/passivo total apresenta valores muito semelhantes durante o período em análise, sofrendo apenas ligeiras oscilações. Este indicador apresenta em 2018 um valor de 63%, indicando que grande parte do passivo das empresas neste setor é composto por financiamentos obtidos, o que implicará um peso elevado dos gastos financeiros na estrutura das empresas.

O rácio passivo total/endividamento bancário apresenta um aumento do seu valor no período em análise, apresentando em 2018 um valor de 3,45 (em 2010 o seu valor era 2,25).

Este rácio indica-nos que o valor do endividamento bancário está tendencialmente a reduzir em função do passivo total, sendo apenas cerca de 1/3 do seu total. Apesar do passivo ter continuado a aumentar, o valor do endividamento bancário não acompanhou essa evolução, tendo estabilizado.

O rácio passivo total/fornecedores, ao contrário do que acontecia com o setor do vestuário, apresenta um comportamento crescente. Em 2018 este indicador apresenta um valor de 15,83, depois de em 2010 apresentar um valor de 13,81.

Apesar de a rubrica dos fornecedores apresentar um crescimento nos últimos anos, este não acompanha o crescimento do passivo total, verificando-se uma redução do peso dos fornecedores no total do passivo das empresas. Ainda assim o peso da rubrica de fornecedores é muito reduzido comparativamente com o endividamento bancário.

O peso da rubrica de fornecedores pode estar relacionado com as características do setor, onde os fornecedores têm um controlo apertado dos prazos de pagamento e a liquidez dos clientes é quase imediata, contribuindo para o cumprimento dos prazos de pagamento a fornecedores.

Comparativamente com a generalidade dos setores e seguindo a mesma ordem, os financiamentos obtidos/EBITDA apresentam um comportamento semelhante ao do setor em análise, apesar de possuírem dimensões diferentes, é possível observar-se também uma redução deste indicador. Este rácio em 2010 possui um valor de 7,66 e chega a 2018 com um valor de 5,00.

O rácio financiamentos obtidos/passivo total em comparação com a generalidade dos setores apresenta um comportamento ligeiramente distinto ao do setor em análise. Os valores apresentados na generalidade dos setores sofrem um ligeiro decréscimo, apresentando em 2018 um valor de 53% (em 2010 o valor era de 54%). Este indicador regista um peso inferior dos financiamentos obtidos relativamente ao passivo total em relação ao setor apresentado.

O rácio passivo total/endividamento bancário apresenta um comportamento semelhante no período em análise na generalidade dos setores, onde é possível observar-se uma redução do peso do endividamento bancário na estrutura do passivo das empresas.

Por fim, o rácio passivo total/fornecedores na generalidade dos setores apresenta também um comportamento semelhante, porém com dimensões diferentes, uma vez que os valores apresentados pelo setor em análise são mais do dobro do valor registado na generalidade dos setores (6,30 em 2018), comprovando assim o baixo peso dos fornecedores na estrutura do passivo, relativamente à maioria dos setores.

Tabela 18 - Peso dos AFT e dos Gastos de Financiamento no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	Ativos Fixos Tangíveis / Ativo Total	Gastos de Financiamento / Volume de Negócios	Gastos de Financiamento / Passivo Total	Margem EBITDA
2010	60,94%	3,48%	1,98%	6,27%
2011	60,97%	4,34%	2,21%	2,01%
2012	61,22%	5,38%	2,23%	-3,14%
2013	60,61%	5,19%	2,14%	1,97%
2014	61,39%	4,46%	2,03%	4,45%
2015	60,70%	3,98%	1,99%	8,67%
2016	59,61%	3,44%	1,99%	11,79%
2017	58,64%	2,85%	1,84%	14,66%
2018	57,46%	2,53%	1,69%	14,21%

Na tabela 17 podemos observar alguns rácios que nos permitem avaliar o peso de algumas rubricas na estrutura das empresas do setor do alojamento, restauração e similares.

Nos 3 primeiros indicadores apresentados na tabela 17, podemos observar um comportamento muito semelhante, onde é possível identificar o impacto da crise financeira instalada no país entre os anos de 2010 e 2012. Neste período é possível observar-se um comportamento contrário ao dos restantes anos, verificando-se assim um ligeiro aumento dos valores apresentados.

O rácio AFT/AT que nos indica o peso dos ativos fixos tangíveis na estrutura do ativo das empresas, durante o período em análise sofre ligeiras alterações, com tendência decrescente, mantendo-se muito próximo dos 60% ao longo de todo o período.

Comparativamente com a generalidade dos setores nas empresas portuguesas, o rácio apresenta um comportamento contrário, uma vez que na generalidade dos setores se regista um ligeiro aumento neste indicador, embora com valores bastante inferiores. Durante o período em análise a generalidade dos setores apresentava um valor a rondar os 30%, tornando assim visível o peso dos AFT na estrutura do ativo das empresas do setor do alojamento, restauração e similares.

Tal como se verificou anteriormente, os AFT são uma mais-valia na hora de solicitar empréstimos junto das entidades do setor bancário, desempenhando um papel importante na obtenção de financiamentos.

O rácio gastos de financiamento/volume de negócios permite-nos identificar o peso dos gastos de financiamento face ao volume de negócios das empresas.

Neste período verifica-se que o rácio apresenta valores reduzidos, sofrendo ainda assim um ligeiro decréscimo para os 2,53% apresentados em 2018.

Os gastos de financiamento das empresas diminuíram, em média, 10% em 2018, relativamente a 2017, e de acordo com os dados preliminares da Central de Balanços tudo indica que estes continuam a decrescer durante o primeiro semestre de 2019.

A conjugação da evolução dos gastos de financiamento com o aumento do EBITDA determinou uma diminuição da pressão financeira sobre as empresas.

Quanto ao rácio de gastos de financiamento/passivo total este indica-nos a percentagem dos gastos de financiamento face ao passivo total da empresa.

Este indicador, tal como o anterior, apresenta um decréscimo no período em análise, chegando a 2018 com um valor de 1,69%. Em termos setoriais, este indicador está em sintonia com o comportamento e os valores registados na generalidade dos setores.

A margem EBITDA, calculada através do EBITDA/VN, é um indicador relevante para a maioria dos empresários permitindo identificar a margem libertada pela atividade operacional antes de gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações face ao volume de negócios do período.

No período em análise este indicador apresenta um crescimento gradual, depois de apresentar uma ligeira redução resultado da crise financeira instalada no país. Este crescimento é proporcionado pelo aumento do VN das empresas do setor, acompanhado por uma redução do peso de algumas rúbricas como o CMVMC, FSE e custos com pessoal face ao volume de negócios.

Comparativamente com a generalidade dos setores este indicador tem um comportamento semelhante, embora apresente valores ligeiramente superiores (em 2018 apresenta um valor de 11,21%).

Comparando o rácio dos gastos de financiamento/VN e margem EBITDA é possível determinar o peso dos custos com depreciação e amortização na estrutura das empresas. Verifica-se então que neste setor os custos com depreciação e amortização têm um impacto superior na estrutura de custo das empresas face aos gastos de financiamento, sendo necessário uma margem superior para fazer face a estes.

Tabela 19 - Rácios de rotação no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rotação Ativo Total	0,41	0,39	0,33	0,34	0,37	0,40	0,44	0,48	0,48
Rotação Necessidades Cíclicas	4,77	4,88	4,14	4,32	5,19	5,75	6,98	7,98	7,74

A tabela 19 apresenta-nos dois rácios de rotação que utilizam o volume de negócios como método comparativo.

O rácio de rotação do ativo, em linha com os restantes indicadores até aqui analisados, apresenta um crescimento gradual ao longo do período em análise, depois de também este sofrer um ligeiro decréscimo entre os anos de 2010 e 2012. Em 2010, este apresenta um valor de 0,41, chegando ao ano de 2018 com um valor de 0,48. Esta melhoria ocorre devido a um aumento do volume de negócios face ao aumento do ativo total. Quanto mais elevado for o valor deste indicador (aplicações de fundos), mais eficiente poderá ser a gestão dos recursos (origens de fundos).

Quanto maior o valor do rácio de rotação do ativo maior é a eficiência com que a empresa está a gerar vendas.

Em comparação com a generalidade dos setores (em 2018 cerca de 0,60), este rácio apresenta valores ligeiramente inferiores, o que nos permite afirmar uma menor eficiência na utilização dos seus ativos por parte deste setor em específico.

O rácio de rotação das necessidades cíclicas, apresenta um aumento acentuado no período em análise, passando dos 4,77 apresentados em 2010 para os 7,74 em 2018, resultado do aumento registado no volume de negócios do setor.

Este indicador varia consoante as características setoriais e permite-nos identificar o risco de tesouraria que decresce em sentido inverso ao seu crescimento.

Na generalidade dos setores verifica-se um comportamento muito semelhante, tendencialmente crescente, apesar de apresentar valores inferiores. Em 2018, a generalidade dos setores apresentava um valor de 2,19.

Tabela 20 - Prazos médios e duração do ciclo de exploração no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	Prazo Médio de Pagamentos	Prazo Médio de Recebimentos	Prazo Médio de Rotação de Inventários	Duração Líquida do Ciclo de Exploração
2010	60	16	149	105
2011	65	18	141	94
2012	70	19	168	117
2013	65	19	158	112
2014	61	17	133	89
2015	57	15	123	81
2016	51	13	105	66
2017	48	10	98	61
2018	47	10	105	68

A tabela 15, apresenta-nos os prazos médios e a respetiva duração do ciclo de exploração.

Em todos os indicadores é possível observar-se um comportamento distinto entre os anos de 2010 e 2013, comparativamente com os restantes anos em análise. Neste período verificou-se um ligeiro crescimento nos valores apresentados pelos indicadores, resultado da crise económica recentemente instalada no país. A partir do ano 2014 o comportamento é

tendencialmente decrescente, demonstrando capacidade em ultrapassar a situação de crise financeira por parte das empresas do setor.

O prazo médio de pagamentos do setor apresenta em termos acumulados uma redução considerável no período em análise, apresentando em 2010 um valor de 60 dias e chegando ao ano de 2018 com um valor de 47 dias. Para esta redução, contribuíram não só uma redução dos saldos médios de fornecedores, mas também um aumento nas rubricas de compras e fornecimentos e serviços externos. Tratam-se de valores aparentemente razoáveis, longe dos valores preocupantes (prazo superior a 180 dias) que demonstram dificuldades ao nível da tesouraria.

Tal como o rácio anterior, o prazo médio de recebimentos apresenta igualmente um decréscimo no período em análise. No ano de 2010, apresenta um valor de 16 dias, chegando ao ano de 2018 com um valor de 10 dias.

Quanto menor for o prazo de recebimentos, menor será o risco de existirem problemas ao nível da tesouraria.

Em comparação com a generalidade dos setores estes dois indicadores, PMP e PMR, apresentam igualmente um comportamento decrescente, no entanto com valores superiores (em 2018, PMP=69 dias e PMR=66 dias).

De salientar as características do setor em análise que permitem às empresas trabalhar com prazos de recebimento de clientes muito reduzidos tendo assim a liquidez necessária para fazer face aos custos operacionais e cumprir com os prazos de pagamento a fornecedores.

Relativamente ao prazo médio de inventários, este mantém a tendência dos rácios até aqui analisados, apresentando em 2010 um valor de 149 dias e sofrendo um decréscimo gradual, apresentando em 2018 um valor de 105 dias. Este rácio, tal como anteriormente já foi dito deve ser o mais reduzido possível, uma vez que demonstra a existência de eficiência na utilização dos recursos, sendo um rácio importante no controlo de gestão das entidades.

O PMI é assim bastante elevado para o setor em questão, mesmo tendo em conta as dificuldades ultrapassadas pelo setor e considerando a possibilidade de o setor do alojamento estar a influenciar este valor.

Tendo em conta a análise dos três rácios acima apresentados, a DLCE apresenta um comportamento muito semelhante, verificando-se também uma redução deste indicador no

período em análise. No ano de 2010 apresenta um valor de 105 dias, chegando ao ano de 2018 com um valor de 68 dias.

Uma DLCE negativa poderá significar a existência de financiamento do ciclo ativo da empresa em fornecedores, podendo gerar excedentes de exploração. Ainda assim, uma DLCE negativa não garante uma tesouraria positiva.

Na generalidade dos setores, o PMI e a DLCE, apresentam também comportamentos semelhantes relativamente à evolução do rácio ao longo do período em análise, porém o setor do alojamento, restauração e similares apresenta ainda assim valores bastante inferiores (em 2018, PMI=176 e DLCE=172).

Os valores apresentados por estes rácios são elevados e obrigam as empresas a adotar medidas muito rígidas de fundo de maneio de forma a conseguirem cumprir com a sua atividade operacional.

Tabela 21 - Rácios de rendibilidade no setor do alojamento, restauração e similares

Fonte: Banco de Portugal

	Rendibilidade dos capitais próprios (RCP)	Rendibilidade operacional do ativo (ROA)	Rendibilidade operacional das vendas (ROV)
2010	-9,13%	-0,83%	-2,01%
2011	-17,39%	-2,39%	-6,15%
2012	-30,78%	-4,07%	-12,24%
2013	-23,45%	-2,28%	-6,75%
2014	-18,15%	-1,34%	-3,60%
2015	-7,74%	0,50%	1,25%
2016	-0,15%	2,15%	4,86%
2017	6,77%	4,03%	8,31%
2018	6,42%	3,89%	8,02%

Por fim, na tabela 21 podemos observar alguns indicadores de rendibilidade no setor do alojamento, restauração e similares, onde é possível observarmos de uma forma geral um crescimento gradual no período em análise para todos os indicadores.

A rendibilidade dos capitais próprios apresenta em 2010 um valor negativo de 9,13%, influenciado pelos resultados líquidos negativos registados no setor. Este indicador mantém-se negativo até ao ano de 2017, onde a melhoria das condições económicas do setor

permitiram obter um resultado líquido positivo que conseqüentemente levou a uma RCP positiva de 6,77%. A evolução do indicador, tal como anteriormente dito, foi tendencialmente crescente.

No ano de 2018, por cada euro de fundos próprios (capital próprio) utilizado as empresas geram cerca de 6,42% de resultados.

A atratividade da empresa será fortemente influenciada consoante a valorização deste indicador, mas não só, a facilidade em aumentar os seus capitais próprios também cresce consoante os valores apresentados pelo indicador aumentarem.

De salientar, os valores de Capital Próprio negativo apresentado em alguns anos pelas empresas deste setor, que condicionam a RCP impossibilitando o seu cálculo.

A rentabilidade operacional do ativo em 2010 regista um valor negativo de 0,83%, registando igualmente um crescimento gradual no período em análise.

Este indicador mantém-se negativo até ao ano de 2015, onde regista um valor positivo, embora ainda bastante reduzido. Em 2018, por cada euro de ativo utilizado as empresas geram cerca de 3,89% de resultados.

Os valores apresentados pelo ROA são maioritariamente negativos, onde todo e qualquer financiamento com base em capital alheio irá agravar os prejuízos a nível operacional.

A rentabilidade operacional das vendas regista em 2010 um valor negativo de cerca de 2%, apresentando também um crescimento nos valores apresentados.

Este crescimento permite que em 2015 o indicador apresente valores já positivos, registando em 2018 um valor de 8,02%.

Este indicador permite-nos avaliar a capacidade de absorção de gastos financeiros por parte destas empresas, onde verificamos que a margem disponível para suportar custos financeiros é reduzida, apesar de se verificar um crescimento.

Estes indicadores comparativamente com a generalidade dos setores nas empresas portuguesas possuem algumas diferenças comportamentais.

Neste setor é notória uma evolução muito acentuada na rentabilidade das empresas, que após um período conturbado com a presença de uma forte recessão económica e financeira, viram os números do seu setor aumentarem exponencialmente, permitindo num curto espaço de tempo chegarem aos resultados obtidos pela generalidade dos setores.

Ao contrário deste setor, na generalidade dos setores os indicadores acima apresentados raramente se apresentaram negativos (com exceção da RCP entre 2011 e 2013), sendo os valores obtidos no ano de 2018 já muito semelhantes.

3.5.3. Comparação internacional

A central de balanços do banco de Portugal, permite-nos também efetuar uma comparação internacional dos setores anteriormente apresentados, através da análise de alguns indicadores chave, numa amostra de 11 países da união europeia (incluindo Portugal).

Os dados apresentados em seguida estão expostos nos apêndices I, II e III.

O primeiro indicador a ser analisado é a autonomia financeira. No período em análise este indicador apresenta um comportamento muito semelhante em todos os países, à semelhança do que se registava em Portugal, sofrendo um ligeiro decréscimo entre os anos de 2011 e 2013, recuperando esse decréscimo nos anos seguinte e apresentando em 2017 valores muito semelhantes aos apresentados em 2010, em alguns casos até mesmo superiores.

Entre os países analisados, destacam-se a Espanha, Polónia e República Checa que apresentam valores bastante superiores aos restantes países (valores entre 45% e 66% em 2017, dependendo do setor), demonstrando a forte capacidade das empresas destes países em financiar os seus capitais próprios (forte empenhamento dos sócios no financiamento dos ativos).

Portugal apresenta-se assim, na generalidade dos setores, muito próximo de países como a França, Alemanha e Itália, considerados como referências num contexto europeu (valores entre 32% e 51% em 2017).

Mais uma vez comprova-se que as empresas do setor do vestuário apresentam valores superiores de autonomia financeira, tanto em comparação com o setor do alojamento, restauração e similares, como em comparação com a generalidade dos setores a nível internacional.

O segundo indicador examinado é o rácio financiamentos obtidos/passivo. Este indicador não apresenta um comportamento tão linear como a autonomia financeira. No setor do vestuário e no setor do alojamento, restauração e similares verifica-se um ligeiro decréscimo no início do período em análise, porém as empresas nos anos seguintes recuperam para valores muito semelhantes aos apresentados no início do período.

Em sentido contrário, na generalidade dos setores este indicador apresenta um comportamento crescente na maioria dos países analisados (com exceção do ano 2016, onde se verifica um ligeiro decréscimo).

De salientar, no setor do alojamento, restauração e similares países como a Espanha, Polónia e Croácia que apresentam de uma forma constante valores de cerca de 70%, o dobro de países como Eslováquia ou República Checa. Este setor apresenta valores próximos da generalidade dos setores nas empresas internacionais, onde se verifica um forte peso do endividamento remunerado (financiamentos obtidos) no total do endividamento da empresa (passivo).

O setor do vestuário apresenta valores ligeiramente inferiores, onde se destacam países como a Espanha e a Alemanha que apresentam valores superiores a 50%.

Outro dos indicadores alvo de análise é a Margem EBITDA. Este indicador à semelhança do que aconteceu de uma forma geral em todos os indicadores analisados, sofre um ligeiro decréscimo entre os anos 2011 a 2013, recuperando nos anos seguintes e apresentando-se em 2017 na maioria dos casos com valores até superiores aos apresentados no ano 2010.

O setor do alojamento, restauração e similares, é o setor onde se verifica um valor mais elevado para este indicador em 2017, comparativamente com o setor do vestuário ou até mesmo com a generalidade dos setores, no entanto é também o único setor onde o indicador apresenta valores negativos (-3,14% em Portugal no ano 2012 e -0,3% na Eslováquia no ano 2011). Os valores negativos apresentados no setor são influenciados por um EBITDA negativo nos anos mencionados, ou seja, as empresas não estavam a libertar margem na sua atividade operacional antes de gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações face ao volume de negócios do período.

Na generalidade dos setores, em 2017, Portugal apresenta uma margem EBITDA das mais elevadas, superior a países de referência europeia como a Alemanha, a França e a Bélgica.

O setor do vestuário demonstra alguma fragilidade, resultado das várias crises que o setor sofreu nos últimos anos, apresentando valores mais baixos neste indicador.

Por fim, o último indicador apresentado é a rentabilidade dos capitais próprios. No período em análise, à semelhança dos indicadores analisados anteriormente, verifica-se um decréscimo nos valores apresentados entre os anos de 2011 e 2013, fruto do impacto da crise económica e financeira em todos os países.

No setor do alojamento, restauração e similares verifica-se, uma vez mais, a especificidade do setor em comparação com os restantes, apresentando valores bastante mais negativos neste indicador. A maioria dos países apresenta assim valores negativos entre os anos de 2010 e 2014.

No setor em questão, Portugal é o país que apresenta durante um período mais longo valores negativos, no entanto, no ano 2017 apresenta-se com valores positivos muito próximos a países como a Espanha e a França. De salientar, a Alemanha que apresenta um valor cerca de seis vezes superior à média dos restantes países (56,40% em 2017) e a Eslováquia que no ano 2010 apresenta um valor fortemente negativo de 66,90%.

O setor do vestuário, embora ainda apresente alguns valores negativos, tem um comportamento próximo ao da generalidade dos setores, onde se verifica um menor distanciamento entre os valores apresentados. Neste setor, Portugal é o país onde se verificam valores negativos durante um período mais longo.

Conclusão

Este trabalho surge de forma a analisar a evolução do endividamento, estrutura de capital e rendibilidade das empresas nos últimos anos, tendo em conta diversos fatores que podem influenciar e/ou caracterizar esta evolução.

Atualmente, os números referentes a empresas que passam por dificuldades e reestruturações a nível financeiro são cada vez maiores, sendo este um tema que possui um grau de elevada importância no sentido de serem tomadas medidas de forma a impedir e/ou minimizar este tipo de acontecimento.

A crise financeira recentemente vivida teve um impacto muito grande em todos os setores de atividade económica, influenciando o crescimento e o desenvolvimento das empresas, onde de um modo geral as vendas e as receitas reduziram substancialmente, diminuindo por consequência os lucros retidos.

No entanto, é importante mencionar que o aparecimento da troika em Portugal, não é o facto gerador da crise financeira. Através de vários aspetos ao longo da análise efetuada, é perceptível que o país já está em crise financeira no ano 2010 e até meados do ano 2011, momento da entrada da troika no país. Nesse momento o país já não possuía capacidade de autofinanciamento, justificando o convite à entrada da troika em Portugal.

Quanto ao FM este foi também afetado, visto estar dependente da capacidade das empresas em reter lucros. Uma gestão eficiente do FM torna-se assim ainda mais importante, tendo efeitos imediatos no desempenho empresarial.

De forma a tornar a gestão do FM eficiente as empresas possuem um conjunto de medidas que permitem entre elas uma maior eficiência na gestão do inventário, de forma a aumentar a rotação do mesmo, diminuindo ao mesmo tempo o seu volume ao máximo exequível sem prejuízo de perda nas vendas, uma maior eficiência das contas a receber, tentando obter um equilíbrio entre a maximização das vendas e a minimização dos clientes incobráveis, e uma eficiente gestão das disponibilidades de forma a alcançar um valor de caixa confortável e a aumentar o contributo destes elementos para a rendibilidade da empresa.

Esta forma de gestão eficiente do FM pretende ainda proporcionar capacidade em liquidar as contas a pagar (fornecedores), uma vez que estas são uma importante fonte de financiamento do ciclo operacional e representam recursos cíclicos de exploração. No

entanto, o peso excessivo dos créditos operacionais faz com que a estrutura financeira das empresas esteja constantemente sobre pressão, dando origem a situações de incumprimento.

O principal objetivo na obtenção de uma gestão eficiente do FM é assegurar a existência de equilíbrio na tesouraria, aumentando o desempenho operacional das empresas e garantido a liquidez necessária para cumprir com as suas obrigações de curto prazo.

Porém, e para que tal ocorra, é necessário garantir que a estrutura financeira das empresas possua o equilíbrio financeiro adequado, o que muitas vezes se torna complicado devido ao sobre-endividamento sentido pela maioria das empresas portuguesas.

Desta forma, a intervenção de entidades externas colocou Portugal sob um programa de assistência económica e financeira, consequência da elevada dívida pública do país e das dificuldades de financiamento do país nos mercados financeiros.

A crise teve também implicações ao nível do setor bancário, provocando uma diminuição do nível de concessão de crédito à economia e o aumento dos custos de financiamento.

Este tema permite-nos também relacionar o impacto da crise na estrutura financeira das empresas, nomeadamente das micro, pequenas e médias empresas, com o seu nível de endividamento.

Segundo dados da OCDE, a recuperação da economia portuguesa está agora em fase de consolidação, com o PIB a regressar a níveis anteriores à crise. Ainda assim e apesar dos progressos, a crise deixou marcas bem visíveis, sendo a resolução das vulnerabilidades persistentes no setor financeiro uma forte ajuda de forma a aumentar a resiliência da economia.

O rácio de empréstimos não produtivos no setor bancário tem vindo a diminuir de forma constante, no entanto continua a pesar nos balanços das instituições de crédito. É importante continuar a incentivar o abatimento dos empréstimos não produtivos ao ativo das instituições de crédito, pois Portugal não pode contar apenas com a recuperação económica para diminuir este indicador. Outra forma de reduzir o crédito malparado passa por facilitar a liquidação de empresas insolventes e por reduzir as restrições à sua saída do mercado.

O stock de empréstimos *non-performing* (NPL) tem vindo a diminuir de forma consistente (mais de 35% desde junho de 2016, altura em que atingiu o seu máximo). Não obstante, o rácio de NPL face ao total do crédito concedido continua a ser um dos mais elevados da OCDE, o que afeta a rentabilidade dos bancos.

O crédito concedido ao setor empresarial continua em contração, principalmente devido ao setor da construção, mantendo-se também o aumento dos empréstimos às empresas exportadoras. Os custos dos empréstimos continuam a ser superiores aos de Espanha ou Itália.

A elevada dívida das empresas limita o montante de recursos financeiros disponíveis para financiar o investimento, bloqueando os fundos em empresas que têm pouca capacidade para investir.

Durante a revisão de literatura, procurou-se abordar temas de elevada importância e relação para com o endividamento, estrutura de capital e rentabilidade.

O estudo das estruturas de capital é um dos temas mais relevantes das finanças, estando mesmo entre os mais analisados, onde a procura por uma estrutura ótima de capital pode ser um fator muito importante para uma empresa, no sentido em que lhe pode proporcionar estabilidade capaz de potenciar o seu crescimento sustentável. No entanto, o equilíbrio entre o uso de capital próprio e alheio estará sempre dependente de inúmeros fatores, como a estratégia adotada pela empresa, o setor onde se insere, as condições macroeconómicas do país, a dinâmica criada entre os diferentes intervenientes do mercado onde opera e até mesmo as características e objetivos dos seus dirigentes, entre outros.

Depois, através do acesso ao financiamento e das fontes utilizadas para o mesmo, que permitem muitas das vezes às empresas implementar as suas perspetivas de crescimento sem utilização de capitais próprios.

O estudo em si baseia-se em dois setores de atividade importantes na nossa economia e em dois tipos de empresas (microempresas e PME). Apesar da complexidade do tema considera-se que este dá um pequeno contributo à sua abordagem empírica.

Através de uma análise económica e financeira é possível avaliar os efeitos da crise nas condições operacionais e na capacidade financeira dos setores definidos, tentando confirmar alguns comportamentos típicos de empresas inseridas no meio envolvente em análise.

A análise de rácios e indicadores, possibilitou-nos observar que ao longo dos últimos anos é possível verificar-se uma melhoria gradual das condições macroeconómicas das empresas e que apesar do ambiente de crise estar ainda bem presente no mundo empresarial estamos a passar por uma fase ascendente ao nível da economia, que por sua vez tem ajudado as empresas a melhorar as suas estruturas financeiras.

A análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal (2018) indica-nos que em relação ao volume de negócios, verificou-se um aumento em todos os setores de atividade, em 2018, transversal a todas as classes de dimensão: 8% nas grandes empresas, 6% nas pequenas e médias empresas e 4% nas microempresas.

O volume de negócios das empresas aumentou assim 6% em 2018 e de acordo com a informação preliminar da Central de Balanços, este indicador terá continuado a crescer no primeiro semestre de 2019.

O custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas (CMVMC) constituiu a principal componente dos gastos associados à atividade operacional das empresas nacionais (59% em 2018), seguido dos FSE (25%) e dos gastos com o pessoal (16%).

O EBITDA aumentou 2% em 2018, menos 13% do que em 2017. Para este crescimento nas empresas não financeiras contribuíram, essencialmente, as microempresas (as pequenas e médias empresas e as grandes empresas apresentaram contributos marginalmente positivos).

Apesar do aumento (em termos acumulados) registado no EBITDA no ano 2018, a maioria das empresas não apresentou uma subida deste indicador relativamente ao ano anterior.

Apresentaram um EBITDA negativo em 2018 cerca de 31% das empresas (mais 1% que no ano anterior). Este indicador foi negativo em 33% das microempresas, 12% das pequenas e médias empresas e 8% das grandes empresas.

A rentabilidade dos capitais próprios das empresas reduziu cerca de 1 pp, descendendo aos 8% em 2018. De acordo com os dados preliminares disponíveis, esta rentabilidade terá continuado a decrescer no primeiro semestre do ano 2019.

Na estrutura financeira das empresas, a autonomia financeira apresentou igualmente um ligeiro crescimento de 1pp, apresentando-se em 2018 com um valor de cerca de 35%.

A dimensão das empresas mais uma vez tem influência, onde 37% do ativo das pequenas e médias empresas era financiado por capitais próprios, valor que comparava com 35% nas microempresas e 34% nas grandes empresas.

Em 2018, 26% das empresas apresentavam capitais próprios negativos, por classes de dimensão, 28% das microempresas, 10% das pequenas e médias empresas e 4% das grandes empresas.

Relativamente à estrutura do passivo, o financiamento com recurso a capitais alheios era a forma mais recorrente para as empresas financiarem a sua atividade. A dívida remunerada

era a principal fonte de financiamento alheio das empresas, representando 53% do passivo em 2018. As dívidas a fornecedores (ou créditos comerciais) tinham também um forte impacto na estrutura do passivo, correspondendo a 17% do seu valor.

O peso da dívida remunerada é maior consoante a classe de dimensão das empresas: representava 51% do passivo das microempresas, 54% nas pequenas e médias empresas, e 52% nas grandes empresas.

Os empréstimos bancários representavam cerca de 40% da dívida remunerada das empresas, seguindo-se os financiamentos de empresas do grupo (42%) e os títulos de dívida (10%).

Os dois setores em análise no estudo empírico, registam comportamentos muito semelhantes aos das empresas dos setores não financeiros.

Na generalidade dos setores observa-se o impacto da crise financeira instalada no país entre os anos de 2010 e 2013, onde a maioria dos indicadores económicos comprovou um retrocesso na sua evolução positiva. Ainda assim, a partir do ano 2014 as empresas começam a apresentar melhorias nos valores apresentados, chegando até ao ano 2018 com valores ligeiramente mais apelativos do que os valores registados no ano 2010.

Quanto aos rácios de liquidez, os dois setores registam um aumento gradual dos indicadores no período em análise. Este aumento foi ao encontro do registado nas empresas do setor não financeiro, acompanhando a evolução na maioria dos setores.

Ainda assim, verifica-se uma ligeira inferioridade nos valores apresentados pelo setor do alojamento, restauração e similares, demonstrando alguma dificuldade em cumprir com os seus compromissos/responsabilidades no curto prazo.

Apesar dos valores apresentados pelo setor do vestuário serem superiores à unidade, pode não ser suficiente para evitar problemas financeiros.

O FM apresenta um comportamento crescente em ambos os setores, tal como na generalidade dos setores, no entanto o setor do alojamento, restauração e similares possui um valor ainda bastante negativo no ano de 2018. Estes valores indicam-nos inexistência de margem de segurança financeira, ou seja, o capital permanente não é suficiente para financiar o ativo de médio e longo prazo.

As NFM no setor do vestuário apresentam um comportamento crescente ao contrário do registado na generalidade dos setores, bem como no setor do alojamento, restauração e similares. O setor do vestuário enquadra-se no setor industrial, onde por norma se regista

uma maior pressão do FM, com valores elevados, obrigando as empresas a procurar outras formas de financiamento fora do ciclo de exploração. O setor do alojamento, restauração e similares vê as suas NFM reduzirem no período em análise, com tendência a aproximarem-se de zero. Este é um setor que apresenta uma pressão bastante inferior no FM (apesar de este se apresentar negativo) sendo os capitais permanentes suficientes para financiar os ativos de longo prazo e as NFM.

Tendo em conta os valores apresentados para o FM e NFM, a tesouraria apresenta-se positiva (excedentária) apenas no setor do vestuário. O setor do alojamento, restauração e similares vai assim ao encontro das empresas do setor não financeiro, apresentando valores de tesouraria fortemente negativos (deficitária).

Estes saldos de tesouraria negativa podem resultar de diversos fatores, tais como, inadequada política de investimento e financiamento, fraco nível de resultados, níveis de existências elevados, elevado montante/prazo de créditos concedido a clientes ou ainda baixos prazos de créditos obtidos na exploração corrente.

Nestes casos podemos estar perante alguns indicadores de alarme como problemas de liquidez/tesouraria e riscos de incumprimento que poderão ter consequências a nível de roturas de existências ou aumento dos custos das compras.

Ainda assim, não é razoável considerar-se que quanto mais elevados forem os indicadores de FM e T melhor é para o equilíbrio financeiro das empresas.

A análise financeira indica como uma das maiores dificuldades a definição de um nível ideal/ótimo de liquidez.

Posto isto, podemos concluir que relativamente ao setor do vestuário (em 2018, $T > 0$; $FM > 0$; $NFM > 0$, sendo $FM > NFM$), este apresenta uma situação financeira equilibrada com margem de segurança, em que todo o ciclo de investimento e ainda o ciclo de exploração são financiados por capitais próprios, com necessidades cíclicas superiores aos recursos cíclicos onde existe necessidade de investimento em *working capital* e onde as necessidades permanentes de fundo de maneio são financiadas por capitais permanentes.

O setor do alojamento, restauração e similares apresenta-nos um quadro diferente (em 2018, $T < 0$; $FM < 0$; $NFM > 0$), com uma situação financeira frágil, onde o capital permanente é insuficiente para financiar o ativo de médio e longo prazo (logo o ciclo de investimentos está a ser financiado através de passivo de curto prazo). Existe ainda uma inadequada definição na maturidade dos empréstimos deste setor ou de utilização de formas de financiamento,

resultando em tensões financeiras significativas que em casos de existência de resultados negativos recorrentes poderá implicar uma reestruturação económica para a empresa.

Nenhum dos setores analisados no estudo empírico reflete o panorama verificado na generalidade dos setores nas empresas portuguesas ($T < 0$; $FM > 0$; $NFM > 0$, sendo $NFM > FM$), onde os capitais permanentes são insuficientes para financiar a totalidade das necessidades de fundo de maneio (permanentes), embora sejam suficientes para cobrir o ativo de médio e longo prazo. Esta conjuntura económica poderá ser resultado de pontuais quebras de vendas, aliadas ou não a problemas nas cobranças de clientes ou a um crescimento do VN não suportado por recursos financeiros adequados.

O prazo médio do ciclo de exploração verifica-se muito reduzido no setor do alojamento, restauração e similares ao contrário dos valores registados no setor do vestuário e na generalidade dos setores, isto devido ao baixo valor registado pelas NFM neste setor. Na generalidade dos setores o prazo médio do ciclo de exploração registou em média um valor de 100 dias, em 2018, cerca de o dobro do valor apresentado pelo setor do vestuário, demonstrando o elevado peso das NFM no VN das empresas.

Relativamente aos rácios de endividamento e estrutura de capital, o comportamento verificado nos dois setores analisados é muito semelhante ao comportamento apresentado pela generalidade dos setores. No rácio de autonomia financeira constatou-se um ligeiro crescimento ao longo do período em análise, com valores superiores a 25%, no ano de 2018. A solvabilidade como era de esperar, tendo em conta os valores apresentados pela autonomia financeira, registou igualmente um aumento do seu valor. Em sentido contrário o D/E reduziu proporcionalmente ao aumento da solvabilidade.

Os valores apresentados pelo setor do alojamento, restauração e similares no ano 2018 estão muito próximos dos valores apresentados no ano 2010.

Estes valores (elevados níveis de capital próprio) reduzem o risco associado à dependência de capital alheio, no entanto, elevados níveis de capital próprio não significam um aumento da rendibilidade. Por outro lado, a utilização do capital alheio de médio e longo prazo, em alternativa ao curto prazo, poderá reforçar a sustentabilidade do equilíbrio financeiro.

Através da comparação internacional é possível observarmos que Portugal tem uma autonomia financeira inferior à maioria dos países apresentados, agravando o facto de cerca de 25% das empresas possuírem capital próprio negativo (mais preocupante do que os valores reduzidos apresentados pela autonomia financeira). Entre os anos de 2010 e 2012 os

valores apresentados pela autonomia financeira são mais baixos, influenciados pelos resultados negativos apresentados que retiram a capacidade de autofinanciamento das empresas.

O rácio de endividamento apresenta uma redução gradual no período em análise (em ambos os setores e na generalidade dos setores). Apesar do comportamento decrescente, este indicador continua a apresentar valores entre os 66% e os 74% revelando ainda um forte peso do passivo na estrutura financeira das empresas.

Segundo a central de responsabilidades de crédito do BdP, no final de 2018, encontrava-se em incumprimento cerca de 14% do crédito concedido à indústria do vestuário.

Quanto ao setor do alojamento, restauração e similares, no ano de 2018 verificou-se um aumento de 5% do passivo, onde a dívida remunerada que agrega os títulos de dívida, empréstimos bancários, financiamentos de empresas do grupo e outros financiamentos obtidos é quem mais contribuiu para este aumento.

Quanto aos rácios de crédito bancário, começando pelo rácio financiamentos obtidos/EBITDA, este apresenta um comportamento tendencialmente decrescente nos setores analisados, tal como na generalidade dos setores nas empresas portuguesas. De salientar o facto de no setor do alojamento, restauração e similares ter-se verificado um decréscimo muito acentuado neste indicador, quando em 2013 apresentava um valor de 77,45% e em 2018 regista um valor de 6,65%. Verifica-se então uma redução do peso dos financiamentos obtidos nos resultados na generalidade das empresas.

O indicador financiamentos obtidos/passivo total mantém-se muito constante ao longo do período em análise não sofrendo grandes oscilações. O setor do alojamento, restauração e similares é onde se regista um peso superior nos financiamentos obtidos face ao passivo total das empresas.

A comparação internacional demonstra-nos que no mesmo sentido, o setor do alojamento, restauração e similares apresenta valores próximos da generalidade dos setores nas empresas internacionais, onde se verifica um forte peso do endividamento remunerado (financiamentos obtidos) no total do endividamento das empresas (passivo), em comparação com os valores reduzidos apresentados pelo setor do vestuário.

O rácio passivo total/endividamento bancário nos setores analisados comporta-se de forma semelhante, onde os valores apresentados são também muito próximos no período em

análise, registando apenas ligeiras oscilações. O passivo total é cerca de 3 vezes superior ao endividamento bancário.

O indicador passivo total/fornecedores apresenta uma redução do peso da rubrica de fornecedores na generalidade dos setores, incluindo o setor do alojamento, restauração e similares. Em sentido contrário, no setor do vestuário verifica-se um ligeiro aumento da rubrica de fornecedores face ao total do passivo.

Relativamente ao peso dos ATF face ao AT este indicador apresenta-se muito constante sofrendo apenas ligeiras oscilações. De salientar o caso do setor do alojamento, restauração e similares que possui um valor de cerca de 60% de ATF no seu AT (mais de o dobro do valor registado no setor do vestuário ou pela generalidade dos setores).

O peso dos gastos de financiamento nas empresas tem vindo a reduzir, acompanhando a redução verificada pelos financiamentos obtidos.

Os gastos de financiamento das empresas diminuíram em média cerca de 10% em 2018, relativamente ao ano 2017. O decréscimo dos gastos de financiamento conjugado com o aumento do EBITDA determinou uma diminuição da pressão financeira sobre as empresas.

Em sentido inverso, a margem EBITDA regista um crescimento gradual demonstrando um aumento da capacidade operacional das empresas. O setor do vestuário é onde se verifica um valor mais baixo, cerca de 6% em 2018. O setor do alojamento, restauração e similares apresenta um valor de 14%, sendo até superior ao valor apresentado pela generalidade dos setores.

Num contexto internacional, Portugal apresenta uma margem EBITDA das mais elevadas, superior a países de referência europeia como a Alemanha, a França e a Bélgica. O setor do alojamento, restauração e similares, é o setor onde se verifica um valor mais elevado para este indicador em 2017, ainda assim no período em análise apresenta valores negativos.

O setor do vestuário demonstra alguma fragilidade, resultado das várias crises que o setor sofreu nos últimos anos, apresentando valores mais baixos neste indicador.

Os rácios de rotação dos setores em análise, à semelhança da generalidade dos setores, de uma forma geral registam um crescimento no período em análise. O rácio de rotação do ativo é mais alto no setor do vestuário, enquanto o rácio de rotação das necessidades cíclicas possui um valor superior no setor do alojamento, restauração e similares.

Os prazos médios registam uma redução do seu valor em todos os setores, sendo que no setor do alojamento, restauração e similares é onde se verificam valores mais baixos nestes indicadores. O setor do vestuário apresenta valores muito semelhantes à generalidade dos setores nas empresas portuguesas.

Embora o setor do alojamento, restauração e similares registe o PMP mais baixo, este possui um PMR muito baixo (cerca de 10 dias), sendo também onde se verifica uma maior distância entre o valor dos PMP e PMR (cerca de 37 dias), não sendo então preocupante o baixo valor indicado pelo PMP (um PMP baixo pode indicar falta de poder negocial por parte da empresa).

Posto isto, a DLCE está igualmente a decrescer, sendo igualmente no setor do alojamento, restauração e similares onde se verifica um valor inferior.

Uma gestão eficiente de clientes e inventários cria condições para melhorar a tesouraria das empresas, não garantindo o cumprimento do equilíbrio de tesouraria. Neste sentido, uma DLCE negativa pode favorecer uma tesouraria positiva, apesar de não o garantir, não implicando ainda que as NFM sejam negativas.

Existem vários fatores que podem condicionar a tesouraria, tais como, a maturidade do passivo bancário, a política de distribuição de resultados ou a estrutura de origens e aplicações de fundos.

Os rácios de rendibilidade registam um crescimento acentuado durante o período em análise, deixando mesmo de apresentar valores negativos. A RCP apresenta valores entre os 6% e os 8%, enquanto a ROA está entre os 3% e os 5%, em 2018. A ROV no setor do vestuário apresenta um valor de 3,76%, um pouco inferior ao registado pelo setor do alojamento, restauração e similares e pela generalidade dos setores que registam valores entre os 7% e os 8%, em 2018.

A comparação internacional, comprova a especificidade existente no setor do alojamento, restauração e similares, onde os valores apresentados são bastante mais negativos na RCP.

No setor em questão, Portugal é o país que apresenta durante um período mais longo valores negativos, no entanto, no ano 2017 apresenta-se com valores positivos muito próximos a países como a Espanha e a França.

No setor do vestuário, verifica-se uma maior liquidez, fruto do efeito industrial, que proporciona igualmente um FM mais exigente, onde por norma se registam valores elevados

com uma maior pressão financeira, bem como NFM elevadas. Este setor possui ainda uma maior eficiência na rotação dos seus ativos e um menor peso dos financiamentos obtidos na sua estrutura, registando-se uma diminuição da pressão financeira através do aumento do EBITDA e da redução dos gastos de financiamento.

O setor do alojamento, restauração e similares regista assim uma baixa pressão sobre o FM com NFM tendencialmente negativas. Este setor caracteriza-se ainda por um rácio de rotação das necessidades cíclicas bastante elevado e por PMP e PMR muito característicos de um setor que trabalha, na sua maioria, diretamente com o consumidor final. Neste setor verifica-se ainda um forte peso dos financiamentos obtidos e da rúbrica de fornecedores face ao passivo total das empresas.

Na generalidade as empresas passaram a adotar políticas de gestão mais agressivas/eficientes do FM, de forma a reduzir o peso dos inventários e das contas a receber, aumentando o uso do crédito comercial como fonte de financiamento do ativo corrente. Este aumento de utilização do crédito comercial acompanhou a diminuição da oferta de crédito bancário, que através da intervenção internacional por parte do FMI na economia nacional, passou a ser limitado devido às restrições impostas na conceção de crédito.

Os resultados obtidos indicam-nos que de uma forma geral o endividamento nas empresas está a reduzir de uma forma gradual. O setor do vestuário é ainda assim onde se regista uma maior redução no período em análise, cerca de 15%.

Em sentido inverso, verifica-se um aumento da rendibilidade (RCP, ROA e ROV) das empresas, confirmando assim a existência de uma relação consideravelmente negativa entre a rendibilidade e o endividamento. Esta relação vai ao encontro da teoria *pecking order* abordada durante o enquadramento teórico.

De uma forma geral podemos afirmar que as empresas se endividam menos quando são mais lucrativas. No entanto, os seus níveis de endividamento aumentam quando a sua carteira de ativos tangíveis é superior, podendo ser utilizada como garantia.

Podemos então concluir que o maior problema das empresas portuguesas não é o facto de apresentarem uma autonomia financeira insuficiente, onde em muitos casos ocorre por opção dos próprios empresários.

Uma maior preocupação é o facto de muitas das empresas apresentarem uma RCP negativa, que por sua vez implica resultados negativos e incapacidade de autofinanciamento nas empresas.

Caso se verifique a existência de RCP negativa, de forma a aumentar a autonomia financeira as empresas vêm-se reduzidas a duas opções: reduzir o seu ativo (o que poderá não ser uma opção viável) através de políticas de melhoria de gestão de inventários e clientes ou recorrer a meios externos.

Existem ainda alguns fatores como a dimensão da empresa, o risco e a maturidade que são muito importantes e têm influência na obtenção de financiamento junto das instituições de crédito.

A chave para existir um equilíbrio financeiro adequado é determinar a quantia correta entre a utilização de capitais próprios e capitais alheios, satisfazendo assim as necessidades das empresas e mantendo assim os níveis de endividamento adequados e sustentáveis.

Limitações

Apesar do seu contributo e de todo o esforço envolto na sua elaboração, o estudo possui algumas limitações que podem condicionar os resultados apurados.

Algumas das limitações identificadas são o facto de o estudo basear a sua análise em apenas dois setores de atividade (amostra reduzida), não considerar a disponibilização de linhas de crédito por parte da banca (sendo esta a principal fonte de financiamento das empresas), nem a dimensão das empresas e não ter em consideração os objetivos, comportamentos e conhecimento dos gestores/administradores quanto às suas opções de financiamento.

Dos setores escolhidos, o setor do alojamento, restauração e similares agrega atividades distintas, onde por exemplo o setor do alojamento apresenta um peso bastante superior dos AFT na sua estrutura, em comparação com o setor da restauração, condicionando assim alguns dos valores apresentados pelos indicadores.

Outra das limitações poderá ser também a base de elaboração do estudo, que assenta numa análise económica e financeira a partir da evolução de rácios que só têm em conta aspetos quantificáveis assentes na contabilidade das empresas, não incorporando assim aspetos importantes como a ética, motivação e a capacidade de gestão (qualitativos).

Além destes, o facto de os dados serem recolhidos através dos quadros do setor do Banco de Portugal que por sua vez tem como fonte a informação empresarial simplificada (IES) das empresas portuguesas do setor não financeiro e tendo em conta que grande parte destas não está obrigada a ter as suas contas auditadas, a fiabilidade das informações obtidas fica dependente da credibilidade da contabilidade de cada empresa, bem como dos critérios contabilísticos usados por estas, dando possibilidade a eventuais distorções que influenciem a qualidade das informações obtida nos quadros setoriais.

É com base nas limitações e constrangimentos apresentados que se sugere que, em pesquisas futuras, se enriqueça o estudo alargando o leque de setores em análise (aumentando a assertividade e incidência do estudo).

Será também importante incluir os gestores e administradores nesta análise, nomeadamente os motivos inerentes às suas escolhas de financiamento.

O cruzamento dos níveis de endividamento das empresas com os períodos de maior ou menor disponibilidade da banca em conceder crédito poderá ser também enriquecedor para o estudo em questão.

Referências Bibliográficas

Alcarva, P. (2011) cit in. Almeida, E. (2014). Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto.

Almeida, Leopoldina Maria da Costa Almeida. – Estrutura de capital das PME da indústria transformadora alimentar. Lisboa: Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa, 2016. Dissertação de Mestrado.

Almeida, Pedro Gonçalo Silva. – Basileia III: Estudo sobre o Buffer de capital anticíclico – Aplicação a Portugal. Lisboa: Instituto Superior de Economia e Gestão, 2011. Dissertação de Mestrado.

Altman, E.I. & Hotchkiss. 2006. Corporate financial distress and bankruptcy. Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt (3th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Arménio Breia, Mário Mata e Vítor Pereira (2014). Análise Económica e Financeira – Aspetos teóricos e casos práticos.

Augusto, M. (2006). Política de Dividendos e Estrutura de Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte. Coimbra: Imprensa da Universidade de Coimbra.

Aybar-Arias, C., Casino-Martinez, A., López-Gracia, J. 2004. Capital structure and sensitivity in SME definition: a panel data investigation. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=549082>.

Bădulescu, D. (2010) cit in Lopes, S. (2014). As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento.

Baker, M., & Wurgler, M. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57 (1), 1-32.

Balling, Morten, Bernet, Beat, Gnan, & Ernest. (2009), cit in Neto, D. (2014). Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.

Banco Central Europeu - BCE (2014) - Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises in the euro area - October 2013 to March 2014, disponível em: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/accesstofinancesmallmediumsizedenterprises201404en.pdf?da920468528300ff549d8cc95522eb81>.

Banco Central Europeu (2013) Survey on the Access to Finance of Small and Medium - Sized Enterprises in the Euro Area. [pdf] Germany: European Central Bank. Disponível em: <https://www.ecb.int/stats/money/surveys/sme/html/index.en.html>.

Banco de Portugal. (2013), cit in Neto, D. (2014). Decisões de Financiamento de PME's e as suas Condicionantes.

Banco de Portugal (2018). Análise setorial da indústria dos têxteis e vestuário 2012-2016. Estudos da Central de Balanços, (35).

Banco de Portugal (2018). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2017. Estudos da Central de Balanços, (34).

Banco de Portugal (2018). Análise setorial do alojamento, restauração e similares 2017. Estudos da Central de Balanços.

Banco de Portugal (2019). Análise setorial das sociedades não financeiras em Portugal 2018. Estudos da Central de Balanços, (40).

Beaver, W.H. 1966. Financial Ratios as predictors of failure. Journal of Accounting Research. 4: 71-111.

Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008), cit in Lopes, S. (2014). As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento.

Berger, A., & Udell, F. G. (1998), cit in Lopes, S. (2014). As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento.

Bessis, J. (1998), cit in Brito, G. e Neto, A. (2008) A Model for the Classification of Companies credit risk.

Brealey, R., & Myers, S. C. (1998). Princípios de Finanças Empresariais. Portugal: McGraw-Hill de Portugal.

Brealey, R., Myers, S.C., & Allen, F. (2007). Princípios de Finanças Empresariais (8ª Edição). McGraw-Hill.

Brealey, R., Myers, S.C., & Marcus, A.J. (2003). Fundamentos da Administração Financeira (3ª Edição). McGraw-Hill.

Brigham, E. F., & Houston, J. F. (1999). "Fundamentos da moderna administração financeira". Rio de Janeiro: Campus.

Caiado, Aníbal Campos - Bancos: Normativos, Contabilidade e Gestão. Edições Sílabo ISBN 978-972-618-810-0 (2015).

Cardoso, Rui José Martins Assis – Estrutura de Capital de Pequenas e Médias Empresas em Portugal.

Cassar, G. & Homes, S. (2003). Capital Structure and Financing SME's: Australian Evidence. *Accounting and Finance* 43, 123-147.

Cole, R. (1998) The Importance of Relationships to the Availability of credit. *Journal of Banking & Finance* 22, 959-977.

Cruz, A. J. B. (2016). Business Angels: a forma como o empresário, o investidor e a empresa influenciam o montante investido (Dissertação de mestrado, Universidade de Évora, Évora, Portugal). Disponível em <https://dspace.uevora.pt/rdpc/bitstream/10174/18718/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20Alexandre%20Cruz%20N%C2%BA11566.pdf>

Diário da República Eletrónico (2007) Decreto-Lei nº 372/2007. D.R. nº 213, Série I de 2007-11-06. [pdf] Portugal: Diário da República eletrónico. Disponível em: <https://dre.pt/pesquisa/-/search/629439/details/maximized>.

Durand, D.; (1952). Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. *Conference on Research in Business Finance*, pp. 215-262.

Esperança, José Paulo; Gulamhussen, Mohamed Azzim e Gama, Ana Paula Matias – Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. *Journal of Small Business and Enterprise Development*. ISSN 1462-6004. 10.1 (2003) 62-80.

Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends, 15 (1), 1-33.

Floyd, D. and McManus J. (2005), cit in Lopes, S. (2014). As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento.

Franco, S. M. (2017). As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal (Dissertação de mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal, Portugal). Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19756/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20mestrado.pdf>

García-Teruel, P. J. e Martínez-Solano, P. (2010), cit in. Almeida, E. (2014). Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto.

Gilbert P. (1994), “Promoting Regulatory Convergence: A Comparative Assessment of European Bank Capital Regulation”, in *Global Risk Based Capital Regulations*, C. Stone e A. Zissu, New York.

Gomes, P. R. (2011) cit in. Almeida, E. (2014). Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto.

Grinblatt, M., Hillier, D., & Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy*. Consultado em 11/05/2016, disponível em https://www.academia.edu/7663948/Grinblatt_Titman_Financial_Markets_and_Corporate_Strategy_Second_Edition_Front_Matter_About_the_Authors_The_McGraw_Hill_Companies_About_the_Authors.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). “The theory of capital structure”, *The Journal of finance*, 46, 297-355.

Harrison, R., Mason, C. e Robson, P.. (2010). Determinants of long-distance investing by business angels in the UK. *Entrepreneurship and Regional Development; An International Journal*, 22:2, p.113-137.

Harrison, T. e Mason, M. (1997), cit in. Neto, D. (2014). *Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes*.

Hernández-Cánovas, G., e Martínez-solano, P. (2010), cit in. Neto, D. (2014). *Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes*.

Howe, J. (2006). The rise of crowdsourcing. *Wired magazine*, Issue 14(6), p. 1-4.

Jensen, M. (1986), Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.

Jensen, M. And Meckling, W. (1976), Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs e ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 305-360.

Johnson, D. e Turner, C. (2010), cit in in Lopes, S. (2014). *As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento*.

Kim, W., And Sorensen, E. (1986), Evidence on the impact of agency costs on corporate debt policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, 131–144.

- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital Structure Choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics* 68, pp. 75-109.
- Leite, M. P. (2012) cit in. Almeida, E. (2014). Financiamento das PME – Análise das Empresas do Distrito do Porto.
- Leland, H. E., & Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure, and. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.
- Lukács, E. (2005). cit in Lopes, S. (2014). As PME e a suas Dificuldades em Obter Financiamento.
- Mackay, Peter e Phillips, Gordon M. - How does industry affect firm financial structure? *Review of Financial Studies*. ISSN 1465-7368. 18:4 (2005) 1433-1466.
- Maquieira, C.P., & Vieito, J.P. (2010). *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Masesa, A. Zhou, Y. (2013), cit in. Neto, D. (2014). Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.
- McConnell, J. and Servaes, H. (1995), Equity ownership e the two faces of debt, *Journal of Financial Economics*, 39, 131-157.
- Miller, Merton H. - Debt and Taxes. *The Journal of Finance*. ISSN 1540-6261. 32:2 (1977) 261-275.
- Modigliani, Franco e Miller, Merton H. - Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*. ISSN 0002-8282. 53:3 (1963) 437-447.
- Modigliani, Franco e Miller, Merton H. - The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*. ISSN 0002-8282. 48:3 (1958) 261-297.
- Mota, António Gomes; Barroso, Clementina Dâmaso; Nunes, João Pedro e Ferreira, Miguel Almeida – Estrutura de Capital e Política de Dividendos. In *Finanças da Empresa: Teoria e Prática*. 3ª ed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda., 2010. ISBN 978-972-618-610-6. pp.141-197.
- Myers, S. (1984). “The Capital Structure Puzzle”, *Journal of Financial Economics*, 39 (3), 575-592.
- Myers, S. C. (2001). Capital Structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 5(2), 81-102.

Myers, S., & Majluf, N. (1984). “Corporate Financing and Investments Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-222.

Myers, Stewart C. - Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*. ISSN 0895-3309. 15 (2001) 81–102.

Myers, Stewart C. – Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x. 5 (1977) 177-175.

Myers, Stewart C. (1984) - The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*. ISSN 1540-6261. 39:3 (1984) 575-592.

Myers, Stewart C. e MAJLUF, Nicholas S. - Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x. 13 (1984) 187-221.

Novo, A. J. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*, Dissertação de Mestrado, Gestão e Engenharia Industrial, Universidade de Aveiro, Portugal.

Miranda, A. (2011). *Estrutura de Capitais das PME’s Portuguesas - Análise do Sector Têxtil em Portugal* (Trabalho Final de Mestrado, Universidade Católica Portuguesa, Porto, Portugal). Disponível em <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17709/1/Trabalho%20Final%20Mestrado%20-%20Ana%20Miranda%20%28355109013%29.pdf>

Novo, A. J., & Vieira, E. S. (2010). *A Estrutura de Capital das PME: Evidência no Mercado Português*, Estudos do ISCA, Série IV, 2.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (2017). *Relatórios Económicos da OCDE – Portugal*. Consultado em 10/01/2020, disponível em <http://www.oecd.org/economy/surveys/Portugal-2017-OECD-economic-survey-overview-portuguese.pdf>

Oliveira, Inês Gonçalves – *Determinantes da Estrutura de Capital das PME portuguesas*. Lisboa: ISCTE Business School, 2012. Dissertação de Mestrado.

Padrão R. (2007). *Gestão Financeira MBA Finanças. Elementos de Estudo*. Faculdade Economia da Universidade do Porto – Portugal. Consultado em 10/03/2016, disponível em <http://www.fep.up.pt/disciplinas/mbf922/Estrutura%20de%20capitais.pdf>.

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

Reis, L. G. (2010). Produção de monografia: Da teoria a prática. 3.^a ed. Guará: Senac.

Robichek, A. A., & Myers, S. C. (1966). Problems in the Theory of Optimal Capital Structure. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1, 1-35.

Romaní, G., Atienza, M. e Amorós, J.. (2013). The development of business angels networks in Latin American countries: the case of Chile. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 15:2, p.95-113.

Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.

Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. D. (2011). *Corporate Finance: Core Principles & Applications*. 3rd ed. Boston: McGraw-Hill Irwin.

Santos, M. M. (2013). Teoria da Agência, Governo das Sociedades e Opinião do Auditor. Dissertação de Mestrado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Aveiro.

Teixeira, B. R.; Prado, M. F.; Ribeiro, K. C. (2011). Um estudo da teoria de Modigliani-Miller através do caso de empresas brasileiras: Analisando a irrelevância da estrutura de capitais. *Facef Pesquisa*, v.14, no.1, pp. 67-79.

Torre, A., Pería, M. & Schmukler, S. (2010). Bank Involvement with SMEs: Beyond Relationship Lending. *Journal of Banking & Finance* 34, 2280-2293.

Vos, E., Yeh, A., Carter, S. & Tagg, S. (2007). The Happy Story of Small Business Financing. *Journal of Banking & Finance* 31, 2648-2672.

Warner, J. B. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence. *The Journal of Finance*, 32 (2), 337-348.7

Winborg, J. (2009), cit in. Neto, D. (2014). Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.

Winborg, J. e Landstrom, H. (2000), cit in. Neto, D. (2014). Decisões de Financiamento de PMEs e as suas Condicionantes.

Apêndices

I. Comparação internacional – setor do vestuário

Indicador	Ano	Portugal	Espanha	França	Itália	Alemanha	Bélgica	Polónia	Austria	Croácia	Eslováquia	República Checa
Autonomia Financeira	2017	31,40%	52,80%	51,40%	33,90%	45,20%	44,10%	58,50%	45,10%	41,60%	38,40%	66,70%
	2016	29,35%	51,20%	50,30%	33,40%	49,60%	43,50%	58,70%	47,40%	37,10%	42,70%	55,90%
	2015	26,44%	51,70%	50,50%	32,10%	47,70%	43,80%	60,70%	42,90%	41,50%	39,50%	66,20%
	2014	23,88%	50,90%	53,40%	30,60%	47,90%	47,10%	60,70%	48,20%	43,30%	40,00%	61,20%
	2013	19,98%	47,70%	54,00%	39,10%	46,40%	38,30%	59,00%	49,50%	43,80%	32,70%	54,50%
	2012	17,95%	46,20%	55,70%	37,50%	45,40%	37,30%	56,50%	49,00%	34,80%	34,50%	53,70%
	2011	18,25%	44,40%	51,90%	35,20%	38,10%	38,30%	55,20%	48,30%	35,50%	32,80%	25,80%
	2010	18,93%	47,40%	52,80%	35,40%	43,30%	46,70%	53,80%	43,30%	37,00%	35,70%	27,50%
	2017	35,86%	50,10%	35,00%	37,10%	66,60%	36,20%	35,10%	38,10%	44,30%	22,40%	19,80%
	2016	35,26%	47,90%	39,20%	35,90%	68,80%	38,30%	35,10%	40,30%	44,80%	20,90%	38,30%
2015	34,79%	49,00%	36,90%	37,80%	65,70%	32,50%	38,60%	35,40%	34,10%	20,30%	64,50%	
2014	34,76%	45,90%	36,60%	38,00%	64,30%	35,00%	36,90%	36,10%	31,80%	18,00%	57,70%	
2013	33,72%	40,80%	36,10%	36,10%	63,90%	35,60%	37,40%	33,70%	35,90%	13,90%	61,50%	
2012	33,83%	44,60%	35,10%	38,50%	65,20%	42,90%	36,20%	31,10%	34,90%	11,70%	59,20%	
2011	34,55%	49,90%	34,90%	39,70%	70,40%	29,70%	34,20%	33,30%	37,60%	11,20%	42,60%	
2010	34,97%	46,60%	36,70%	40,90%	65,00%	32,00%	29,90%	33,90%	43,40%	16,20%	42,50%	
Margem EBITDA	2017	5,58%	8,70%	7,50%	8,70%	6,10%	5,50%	9,40%	2,70%	6,00%	5,90%	9,40%
	2016	5,35%	3,90%	8,60%	8,30%	7,40%	8,60%	8,90%	6,40%	5,10%	6,40%	7,40%
	2015	5,30%	5,10%	8,30%	8,70%	9,80%	7,30%	9,80%	5,40%	7,00%	5,90%	10,10%
	2014	4,83%	5,30%	8,10%	9,10%	10,60%	11,10%	9,00%	5,30%	6,20%	5,50%	8,30%
	2013	3,67%	8,80%	8,40%	7,20%	10,30%	6,40%	9,10%	4,40%	14,20%	4,20%	7,80%
	2012	1,70%	7,10%	11,40%	6,20%	10,80%	7,50%	8,20%	6,00%	4,90%	Sem valor	9,10%
	2011	2,12%	2,50%	7,20%	7,10%	10,40%	0,70%	8,10%	7,00%	7,00%	4,60%	2,90%
	2010	1,17%	6,10%	6,30%	5,70%	7,70%	6,30%	8,20%	7,10%	7,90%	8,30%	2,30%
	2017	7,96%	10,30%	8,20%	9,30%	13,40%	7,90%	14,20%	-7,30%	3,50%	10,10%	13,00%
	2016	7,71%	3,70%	10,20%	6,90%	8,30%	15,50%	13,40%	6,40%	1,30%	12,80%	12,00%
2015	7,34%	5,50%	9,80%	7,90%	17,20%	10,10%	13,70%	5,20%	4,30%	9,80%	16,00%	
2014	4,25%	4,60%	9,20%	7,80%	21,90%	19,40%	12,70%	5,30%	0,70%	9,80%	13,80%	
2013	-3,35%	10,80%	10,90%	4,00%	18,60%	5,90%	12,00%	2,80%	15,30%	0,50%	11,50%	
2012	-18,76%	8,30%	17,00%	0,70%	25,30%	12,10%	9,90%	7,30%	-5,00%	Sem valor	15,90%	
2011	-16,03%	-1,00%	6,90%	4,00%	24,30%	-14,10%	11,70%	12,90%	0,30%	1,60%	-6,60%	
2010	-21,42%	6,30%	5,60%	0,10%	22,80%	3,90%	9,40%	13,70%	0,90%	17,60%	-10,30%	

II. Comparação internacional – setor do alojamento, restauração e similares

Indicador	Ano	Portugal	Espanha	França	Itália	Alemanha	Bélgica	Polónia	Austria	Croácia	Eslováquia	República Checa
Autonomia Financeira	2017	25,01%	47,90%	31,90%	36,20%	32,50%	36,20%	53,50%	24,10%	43,40%	39,90%	43,40%
	2016	23,46%	46,90%	33,60%	33,20%	36,00%	37,90%	49,60%	22,30%	47,50%	40,20%	47,50%
	2015	20,09%	44,40%	34,30%	32,50%	30,80%	40,30%	48,70%	20,70%	44,80%	41,00%	44,80%
	2014	18,53%	44,20%	33,90%	31,50%	29,00%	36,90%	49,20%	20,70%	20,40%	39,70%	20,40%
	2013	18,12%	41,10%	34,10%	30,70%	28,90%	38,60%	48,80%	20,70%	35,90%	Sem valor	19,40%
	2012	19,72%	37,50%	32,40%	30,30%	31,30%	37,20%	47,70%	19,50%	35,60%	11,50%	18,30%
	2011	23,71%	38,00%	32,20%	31,10%	31,10%	37,40%	48,90%	19,20%	37,40%	12,70%	17,00%
	2010	27,45%	37,70%	33,80%	31,10%	20,90%	38,10%	50,80%	19,90%	39,90%	13,20%	23,50%
	2017	61,46%	70,90%	64,10%	46,70%	49,40%	53,80%	71,80%	65,80%	77,50%	34,60%	43,80%
	2016	61,82%	70,50%	61,30%	47,10%	54,70%	53,60%	73,70%	66,20%	77,00%	44,60%	49,30%
2015	61,73%	71,60%	60,70%	52,50%	56,20%	55,60%	76,20%	67,70%	64,00%	35,50%	78,40%	
2014	62,49%	69,90%	62,10%	53,30%	59,20%	53,00%	76,20%	67,00%	63,90%	31,10%	83,00%	
2013	62,80%	70,80%	61,00%	58,10%	59,20%	53,30%	75,00%	67,70%	64,50%	Sem valor	82,00%	
2012	62,61%	72,00%	63,30%	58,10%	58,40%	52,60%	73,80%	69,50%	60,50%	29,50%	84,00%	
2011	56,65%	72,60%	65,30%	57,50%	57,70%	52,30%	74,80%	69,50%	66,50%	26,70%	45,30%	
2010	58,18%	71,90%	62,60%	59,90%	59,40%	53,20%	71,00%	67,80%	68,00%	37,50%	42,80%	
Margem EBITDA	2017	14,66%	14,70%	9,50%	10,70%	14,10%	10,60%	15,40%	16,00%	22,00%	11,40%	13,20%
	2016	11,79%	14,10%	9,30%	10,10%	8,60%	11,30%	15,50%	16,10%	21,50%	20,90%	13,80%
	2015	8,67%	11,70%	9,10%	9,80%	7,40%	8,50%	15,60%	14,70%	18,50%	13,60%	14,50%
	2014	4,45%	9,30%	9,00%	8,70%	6,90%	10,40%	14,20%	14,60%	14,50%	14,40%	10,30%
	2013	1,97%	7,70%	9,50%	8,30%	5,90%	9,40%	13,00%	15,00%	18,20%	2,90%	6,00%
	2012	-3,14%	4,70%	9,90%	7,20%	5,30%	8,80%	16,10%	15,20%	16,10%	5,50%	8,30%
	2011	2,01%	7,30%	12,40%	8,80%	6,60%	11,00%	13,10%	14,90%	11,70%	-0,30%	4,00%
	2010	6,27%	7,90%	11,70%	8,50%	5,60%	11,20%	13,50%	14,20%	10,60%	2,30%	5,60%
	2017	6,77%	10,50%	8,00%	2,70%	56,40%	5,00%	8,60%	15,60%	4,60%	7,70%	14,70%
	2016	-0,15%	9,60%	7,10%	1,40%	27,30%	6,40%	9,00%	16,00%	4,40%	20,50%	10,20%
2015	-7,74%	5,70%	6,20%	0,40%	25,50%	-10,00%	7,80%	10,20%	1,30%	5,40%	10,40%	
2014	-18,15%	1,50%	6,30%	-2,90%	21,90%	4,20%	4,80%	7,70%	-2,70%	8,90%	1,50%	
2013	-23,45%	-1,40%	7,30%	-4,30%	12,40%	0,70%	3,30%	8,20%	0,50%	Sem valor	-11,30%	
2012	-30,78%	-5,40%	7,10%	-6,30%	9,90%	-2,00%	7,00%	9,70%	-3,60%	-26,20%	-7,30%	
2011	-17,39%	-1,60%	13,60%	-4,20%	17,40%	2,10%	3,30%	9,40%	-6,00%	-46,00%	-21,40%	
2010	-9,13%	-0,50%	11,60%	-4,90%	19,10%	2,50%	3,10%	7,20%	-7,00%	-66,90%	-10,60%	

III. Comparação internacional – generalidade dos setores

Indicador	Ano	Portugal	Espanha	França	Itália	Alemanha	Bélgica	Polónia	Austria	Croácia	Eslováquia	República Checa
Autonomia Financeira	2017	33,91%	45,40%	33,10%	33,90%	34,40%	41,00%	49,60%	34,10%	32,30%	34,70%	45,10%
	2016	32,41%	44,50%	32,30%	33,40%	35,60%	41,30%	49,10%	34,40%	33,00%	34,40%	44,40%
	2015	30,97%	44,30%	32,10%	32,10%	33,60%	44,00%	49,90%	33,40%	32,80%	35,50%	49,20%
	2014	28,45%	43,80%	32,00%	30,60%	34,00%	44,20%	50,60%	32,00%	30,50%	36,80%	45,90%
	2013	27,53%	41,60%	31,90%	29,90%	33,60%	43,40%	51,40%	31,90%	29,60%	32,20%	45,60%
	2012	25,85%	39,60%	32,10%	29,00%	33,00%	44,00%	51,30%	31,30%	28,70%	33,40%	45,90%
	2011	26,26%	38,30%	31,40%	28,70%	32,30%	45,60%	50,60%	30,90%	28,80%	34,50%	45,40%
	2010	27,41%	38,70%	31,50%	29,40%	32,40%	41,50%	51,80%	27,90%	30,10%	35,50%	46,50%
	2017	52,78%	58,60%	57,80%	42,10%	61,90%	54,80%	40,00%	34,80%	50,70%	29,10%	40,60%
	2016	53,54%	59,60%	47,70%	42,30%	58,10%	54,50%	41,30%	36,20%	52,70%	29,30%	41,90%
2015	54,73%	60,30%	47,70%	44,40%	57,20%	57,00%	41,60%	36,60%	44,30%	27,20%	58,50%	
2014	54,62%	59,90%	47,30%	44,60%	57,70%	53,90%	41,10%	37,00%	44,30%	27,30%	58,60%	
2013	54,72%	61,00%	47,20%	46,00%	57,30%	53,90%	40,10%	36,50%	45,40%	20,60%	57,40%	
2012	56,01%	61,40%	47,50%	46,00%	56,40%	54,30%	38,50%	37,00%	44,90%	21,00%	56,60%	
2011	54,28%	61,70%	46,10%	45,60%	55,20%	52,70%	37,50%	36,10%	45,60%	22,60%	25,10%	
2010	54,25%	60,00%	45,20%	46,00%	55,70%	53,40%	32,20%	35,50%	45,10%	22,40%	25,10%	
Margem EBITDA	2017	11,46%	9,70%	8,10%	8,40%	8,20%	10,10%	8,90%	11,90%	7,70%	8,10%	9,30%
	2016	10,06%	10,30%	8,10%	8,20%	7,70%	10,40%	8,60%	11,60%	10,20%	8,50%	8,90%
	2015	9,81%	8,90%	7,80%	7,60%	6,80%	10,10%	7,90%	10,80%	9,90%	8,10%	10,30%
	2014	8,59%	9,00%	7,60%	7,40%	7,10%	9,20%	8,20%	10,10%	9,60%	8,20%	8,40%
	2013	7,43%	7,70%	6,90%	6,60%	6,80%	9,10%	8,20%	9,90%	7,80%	7,40%	8,40%
	2012	5,27%	6,60%	7,30%	6,60%	6,90%	9,70%	7,90%	10,00%	8,30%	Sem valor	8,70%
	2011	6,08%	8,30%	7,50%	6,70%	7,00%	9,70%	8,60%	9,80%	8,80%	7,00%	8,10%
	2010	8,71%	9,20%	7,80%	7,70%	7,70%	10,90%	8,90%	10,20%	8,20%	7,10%	8,80%
	2017	7,72%	7,40%	10,40%	7,80%	9,30%	6,50%	10,10%	13,60%	0,90%	12,60%	14,10%
	2016	4,77%	7,30%	10,10%	6,50%	8,50%	6,30%	9,50%	12,00%	5,60%	13,50%	13,60%
2015	3,91%	5,30%	9,30%	4,90%	7,00%	5,80%	7,50%	10,40%	5,50%	13,30%	14,40%	
2014	0,78%	5,40%	8,90%	4,00%	9,70%	5,20%	8,80%	10,30%	5,00%	11,60%	9,90%	
2013	-1,92%	2,90%	8,00%	1,50%	9,30%	5,30%	8,80%	9,40%	0,80%	4,10%	10,00%	
2012	-8,02%	0,60%	8,60%	1,70%	11,00%	6,50%	8,20%	9,30%	1,50%	Sem valor	11,40%	
2011	-5,36%	4,30%	9,60%	2,00%	9,90%	6,10%	11,30%	9,40%	2,10%	4,90%	9,90%	
2010	1,05%	5,30%	10,40%	4,40%	11,10%	9,00%	10,40%	10,20%	-0,30%	4,20%	10,30%	