



UNIVERSIDADE
CATÓLICA
PORTUGUESA

UISEU

Instituto de Gestão e das Organizações da Saúde

Mestrado em Gestão Aplicada

*A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR DA INDÚSTRIA TÊXTIL EM PORTUGAL E OS
SEUS DETERMINANTES*

Ana Raquel Sebastião

Professor Dr. António José Ferreira

Professor Dr. Luís Bernardes

Viseu, outubro de 2023



CATÓLICA

INSTITUTO DE GESTÃO E DAS ORGANIZAÇÕES DA SAÚDE

UISEU

*A ESTRUTURA DE CAPITAL DAS EMPRESAS DO SETOR DA INDÚSTRIA TÊXTIL EM PORTUGAL E OS
SEUS DETERMINANTES*

Ana Raquel Sebastião

Professor Dr. António José Ferreira

Professor Dr. Luís Bernardes

Viseu, outubro de 2023

*“Se o dinheiro for a sua esperança de independência, você jamais a terá.
A única segurança verdadeira consiste numa reserva de sabedoria,
de experiência e de competência.”*

Henry Ford

Agradecimentos

Neste espaço dedicado aos agradecimentos, certamente não me permitirá agradecer como devia e particularmente, a todos que, ao longo deste percurso contribuíram de alguma forma, na obtenção do grau de mestre em Gestão Aplicada.

Assim, desejo manifestar especialmente os meus agradecimentos:

Ao Professor Dr. António José Ferreira, iniciei o primeiro ano deste mestrado a afirmar que não gostava da área financeira e graças à sua excelência profissional acabei por elaborar uma dissertação nesta área com um enorme prazer. Foi um professor que me marcou para a vida, por todos os conhecimentos que me transmitiu, pela sua ajuda e apoio incansável ao longo deste último ano, mas principalmente por acreditar nas minhas capacidades, por me tornar numa pessoa mais confiante, por me convencer que sou muito mais capaz do que aquilo que imaginava. Foi sem dúvida fundamental no meu percurso académico, mas muito mais do que isso, foi vital no meu desenvolvimento pessoal. Foi um enorme privilégio tê-lo como professor e orientador.

Ao orientador Professor Dr. Luís Bernardes, quero manifestar-lhe o meu agradecimento pelo tempo que dispensou, as suas considerações foram indispensáveis para a elaboração deste estudo. A oportunidade de contar com alguém com o seu prestigiado percurso profissional, com a sua experiência e profundo conhecimento do tema em estudo, foi essencial na elaboração da presente dissertação. Muito Obrigada.

À Laura, o maior amor da minha vida, a minha filha, obrigada por suportares a minha ausência nos momentos em que tive de trabalhar nesta dissertação. Tão pequenina, apenas com dois anos foste quem me deu mais força a concluir esta etapa. Espero que um dia possas ler este trabalho e que te orgulhes da mamã.

Um obrigada muito especial aos meus pais, que desde de sempre fui a prioridade deles, obrigada por sempre me dizerem que eu era capaz de fazer e de ser tudo aquilo que quisesse. Fico-vos para sempre agradecida pelo vosso esforço, para garantirem que teria todos os recursos e oportunidades que não vos foram disponibilizadas durante a vossa vida.

Sem as condições que me proporcionaram, sem o vosso apoio e incentivo nunca teria chegado aqui. É muito gratificante sentir o orgulho que têm em mim e a felicidade que partilham por cada conquista minha, por mais pequena que seja.

Ao Ricardo, o meu companheiro de todas as horas, um muito obrigado, pelo incentivo que me deste a ingressar neste mestrado, por me dares força para continuar nos dias em que tinha vontade de desistir e por sempre me encorajares a ir cada vez mais longe a nível pessoal e profissional. Obrigada pela paciência, compreensão e por estares sempre ao meu lado.

À Marta, a minha sogra, a minha melhor amiga, uma segunda mãe. Sem dúvida a nossa relação contradiz o conceito pejorativo que lhe é atribuído pela sociedade. Não podia deixar de agradecer por me encorajar a iniciar esta etapa da minha vida, e por me apoiar durante todo o caminho. Obrigada por ser uma mulher inspiradora, pela amiga incansável que é, obrigada por me tratar como uma filha, sem si provavelmente não teria tido a coragem de iniciar esta etapa e com toda a certeza não teria tido forças para a terminar.

Muito obrigada.

A todo o corpo docente do Mestrado em Gestão Aplicada, agradeço-vos pelo vosso profissionalismo, pela inteira disponibilidade, pela partilha de conhecimentos, experiências e vivências, que contribuíram para a elaboração desta dissertação e para o meu desenvolvimento a nível profissional e pessoal.

Por último, agradeço muito a todos os meus amigos e familiares que de uma maneira ou de outra, me apoiaram e motivaram constantemente, contribuindo para a conclusão desta dissertação.

Resumo

Esta dissertação tem como objetivo relacionar o efeito dos determinantes da estrutura de capital no endividamento das empresas do setor têxtil, com base nos estudos apresentados no enquadramento teórico e nos dados disponíveis. A amostra utilizada para dar resposta ao presente objetivo foi composta por cinco empresas portuguesas do setor têxtil.

Do ponto de vista metodológico, foi realizado um estudo qualitativo, baseado em uma análise de documentos com informações financeiras das empresas em estudo. Foram consideradas como variáveis dependentes a tangibilidade dos ativos, a rentabilidade, a dimensão, o risco do negócio, o setor de atividade e a liquidez. Como variável independente, foi considerado o Endividamento Total.

Através da análise de resultados concluímos que as empresas do setor têxtil estão significativamente dependentes da dívida, principalmente da dívida de curto prazo. Percebemos também que as empresas estão pouco alavancadas, no entanto apresentam resultados económico-financeiros bastante positivos, salientando-se a empresa EB, S.A., que é a mais rentável e com menores níveis de endividamento e risco.

Este estudo contribui para alertar os gestores acerca das práticas empresariais, através da análise económico-financeira elaborada, é possível elucidar o utilizador, seja ele investidor ou cliente, sobre a estrutura financeira das empresas presentes no setor da indústria têxtil, de modo a tomarem decisões mais informadas sobre o financiamento das mesmas, podendo esta análise ser alargada a qualquer outro setor.

Palavras-chave: estrutura de capital; determinantes da estrutura de capital; setor da indústria têxtil e do vestuário; Endividamento Total.

Abstract

This dissertation aims to primarily analyze the relevance of the determinants of capital structure in the financial obligations of companies in the textile sector, based on the studies presented in the theoretical framework and the available data. The sample used to address this objective consisted of five Portuguese companies in the textile sector.

From a methodological standpoint, a qualitative study was conducted, based on an analysis of financial documents from the companies under study. The dependent variables considered were asset tangibility, profitability, size, business risk, industry sector, and liquidity. Total Debt was considered as the independent variable.

Through the analysis of results, we concluded that companies in the textile sector are significantly dependent on debt, especially short-term debt. We also noticed that the companies are relatively less leveraged, yet they exhibit quite positive economic-financial results, with EB, S.A. standing out as the most profitable with lower levels of financial obligations and risk.

This study contributes to improving business practices. Through the elaborated economic-financial analysis, it is possible to enlighten the user, be it an investor or customer, about the financial structure of companies in the textile industry sector, enabling them to make more informed decisions regarding their financing. This analysis can be extended to any other sector.

Key Words: capital structure; determinants of capital structure; textile and apparel industry sector; total financial obligations.

Índice Geral

Agradecimentos.....	i
Resumo.....	iii
Abstract.....	iv
Índice de Tabelas.....	vii
Índice de Figuras.....	viii
Índice de Equações.....	ix
Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas.....	x
Introdução.....	1
1.1. Teoria Tradicionalista.....	11
1.2. A abordagem de Modigliani & Miller (1958).....	14
1.3. A abordagem de Modigliani & Miller (1963).....	15
1.4. Teoria do Trade-Off.....	16
1.5. Teoria de Pecking Order.....	18
1.6. Teoria da Sinalização.....	19
1.7. Teoria do Market Timing.....	19
Capítulo II – Análise Económico-Financeira.....	15
2.1. Indicadores Económicos.....	14
2.2. Indicadores de Endividamento.....	14
2.3. Indicadores de Equilíbrio Financeiro.....	17
2.4. Indicadores Operacionais.....	18
2.5. Indicadores de Mercado.....	20
3. Os Determinantes da Estrutura de Capitais.....	33
3.1. A Tangibilidade dos Ativos.....	33
3.2. Rentabilidade.....	33
3.3. A Dimensão.....	36
3.4. Liquidez.....	37
3.5. Setor de Atividade.....	40
3.6. Risco.....	40
Capítulo IV -A Indústria Têxtil em Portugal.....	35
4. A Indústria Têxtil em Portugal.....	35
5. Objetivos.....	39
6. Proposições.....	39
7. Amostra e Base de Dados.....	41
8. Análise e Discussão dos Resultados Obtidos.....	43

8.1. Análise Económica.....	43
8.2. Análise Financeira.....	45
8.3. Indicadores Operacionais.....	50
9. Discussão dos Resultados Obtidos.....	52
Capítulo VII - Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros.....	61
10. Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros.....	61
Referências Bibliográficas.....	63
Anexos.....	73
Anexo 1. Demonstração de Resultados EA, S.A.....	73
Anexo 2. Rácios de Atividade EA, S.A.....	73
Anexo 3. Balanço Patrimonial EA, S.A.....	74
Anexo 4. Balanço Patrimonial EB, S.A.....	75
Anexo 5. Demonstração de Resultados EB, S.A.....	76
Anexo 6. Rácios de Atividade EB, S.A.....	76
Anexo 7. Balanço Patrimonial EC, S.A.....	77
Anexo 8. Demonstração de Resultados EC, S.A.....	78
Anexo 9. Rácios de Atividade EC, S.A.....	78
Anexo 10. Balanço Patrimonial ED, S.A.....	79
Anexo 11. Demonstração de Resultados ED, S.A.....	80
Anexo 12. Rácios de Atividade ED, S.A.....	80

Índice de Tabelas

Tabela 1: Categorização dos Indicadores Económico-Financeiros	12
Tabela 2: Indicadores De Rentabilidade	44
Tabela 3: Indicadores Endividamento/Risco	46
Tabela 4: Indicadores de Liquidez	49
Tabela 5: Rácios Operacionais De Gestão	50
Tabela 6: Rácios Operacionais de Rotação	51
Tabela 7: Resumo Proposição 1	53
Tabela 8: Resumo Proposição 2	54
Tabela 9: Resumo Proposição 3.....	55
Tabela 10: Resumo Proposição 4.....	56
Tabela 11: Resumo Proposição 6.....	58
Tabela 12: Síntese dos Resultados.....	59

Índice de Figuras

Figura 1: Origens e Aplicações de Fundos	18
Figura 2: Rentabilidade.....	35
Figura 3: Número de Empresas por Dimensão	37
Figura 4: Liquidez	39
Figura 5: Número de empresas por dimensão.....	36
Figura 6: Número de Empresas por Idade	36
Figura 7: Peso das Exportações nas Vendas	37
Figura 8: Rentabilidade da Indústria do Vestuário	37
Figura 9: Fontes de Financiamento (% Ativo) em Portugal	57
Figura 10: Composição dos Financiamentos Obtidos (%) em Portugal	57

Índice de Equações

Equação 1: Endividamento Total	15
Equação 2: Autonomia Financeira.....	15
Equação 3: Solvabilidade.....	16
Equação 4: Estrutura do Endividamento.....	16
Equação 5: Cobertura dos Encargos Financeiros.....	16
Equação 6: Debt to Equity Ratio	17
Equação 7: Prazo Médio de Pagamentos	19
Equação 8: Prazo Médio de Recebimentos	19
Equação 9: Rotação do ativo.....	20
Equação 10: Rotação dos Inventários	20
Equação 11: Tangibilidade dos Ativos	33
Equação 12: Rentabilidade do Ativo Líquido.....	35
Equação 13: Rentabilidade do Ativo Bruto	35
Equação 14: Rentabilidade do Capital Próprio	35
Equação 15: Liquidez Geral.....	38
Equação 16: Liquidez Reduzida	39
Equação 17: Liquidez Imediata	39

Lista de Abreviaturas, Acrónimos e Siglas

CA - Capital Alheio

CAE - Classificação da Atividade Económica

CMVMC - Custo das Mercadorias Vendidas e Matérias Consumidas

CEF – Cobertura dos Encargos Financeiros

CP - Capital Próprio

FM – Fundo de Maneio

ICR – Índice de Cobertura dos Juros Suportados

IVA – Valor do Imposto Acrescentado

LG – Liquidez Geral

LI – Liquidez Imediata

LR – Liquidez Reduzida

PMP – Prazo Médio de Pagamentos

PMR – Prazo Médio de Recebimentos

RAI – Resultado Antes de Impostos

RE – Resultado de Exploração

RL – Resultado Líquido

RO – Resultado Operacional

ROA – Rentabilidade do Ativo

ROE – Rentabilidade do Capital Próprio

Introdução

A estrutura de capitais é um assunto cada vez mais relevante, uma vez que o mercado se encontra em constante mudança e as opções de financiamento são cada vez mais alargadas. Assim com a evolução do mercado é importante um conhecimento aprofundado sobre o tema de forma a que os gestores possam optar pelas fontes de financiamento mais vantajosas para as empresas de forma a garantir a continuidade e melhoria das mesmas. Os estudos efetuados sobre este assunto refletem a relevância de se avaliar, em paralelo, a tomada de decisão da estrutura de capital e as suas fontes de financiamento, uma vez que o entendimento de uma implica a compreensão da outra (Augusto, 2003). Brealey e Myers (1998), referem-se à estrutura de capital como “(...) a composição da carteira dos diferentes títulos emitidos pela empresa (...)”, ou ainda, como a combinação entre as dívidas de curto, médio e longo prazo e capital próprio. Menezes (1995), atribui o mesmo significado à “estrutura financeira” ou “estrutura de financiamento”, defendendo que “A Estrutura Financeira da empresa abrange fundamentalmente a análise e a composição dos capitais permanentes”. Por sua vez, Peterson (1994) apoia-se na ideia de que a estrutura de capital é a combinação de capital alheio e capital próprio adotado pela empresa para se financiar. No decorrer do tempo as empresas necessitam de se financiar para alcançar os seus objetivos, sendo que para obterem este financiamento podem recorrer a capitais próprios e a capitais alheios, podendo exclusivamente financiar-se através de um deles ou utilizar os dois em simultâneo. Assim sendo, a estrutura de capitais interliga a percentagem de capital próprio e capital alheio utilizado pelas empresas de forma a maximizar o valor da empresa, considerando a rentabilidade e o risco para a empresa.

Ao longo do tempo foram realizadas várias investigações sobre a estrutura de capitais levando assim à criação de diversas teorias relevantes para a evolução do tema, tais como a Teoria Tradicionalista, a abordagem de MM (Modigliani e Miller), a Teoria do Trade-Off, a Teoria da Agência e a Teoria de Pecking Order. A teoria Tradicionalista foca-se na relação entre o grau de endividamento de uma empresa e o seu valor. Segundo Durand (1952), existe um nível ótimo no que respeita à utilização de capitais próprios e capitais alheios, de modo a maximizar o valor de mercado da empresa. O referido autor defende que o custo de capital mantém-se estável até um determinado grau de endividamento, a partir do qual aumenta de acordo com o aumento do risco financeiro. A teoria Pecking Order, foi incrementada pelos autores Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), suportada no estudo de Donaldson (1961). Para estes autores, as decisões de estrutura de capital são tomadas tendo em conta uma

hierarquia de prioridades de forma a captar o interesse dos investidores. Os administradores/gestores das empresas estipulam uma ordem hierárquica de preferências entre os recursos exequíveis de utilização, baseada na existência de assimetria de informação. De acordo com esta hierarquia o primeiro recurso a ser utilizado pelas empresas no seu financiamento é o capital próprio, de seguida, apenas quando o autofinanciamento não é suficiente é que as empresas recorrem ao capital alheio, sendo a emissão de ações o último recurso, dado que este tipo de financiamento é o que acarreta mais custos para as empresas e é visto pelo mercado como um sinal negativo.

Esta dissertação tem como objetivo relacionar o efeito dos determinantes da estrutura de capital no endividamento de cinco empresas do setor têxtil. De forma a alcançar o objetivo da presente dissertação, inicialmente elaborou-se uma revisão da literatura sobre a estrutura de capital das empresas e os seus determinantes e a análise do setor têxtil e do vestuário. Posteriormente, foram analisados indicadores e calculados rácios económicos, financeiros e operacionais, que demonstram e avaliam de uma forma eficaz, eficiente e objetiva a situação financeira e o desempenho global das empresas em estudo, baseados no Balanço Funcional e na Demonstração de Resultados por Natureza de cada uma das empresas e da média do setor têxtil.

Este estudo foi motivado pelo desejo de contribuir para a melhoria das práticas empresariais e de alertar os gestores da necessidade de conhecer a estrutura de capitais da empresa com vista na tomada de decisões mais conscientes.

O presente estudo está dividido pela introdução, onde consta a introdução do estudo, inclusive o objetivo do mesmo e de seguida divide-se em duas grandes partes, a Parte I onde é apresentado o enquadramento teórico e a Parte II onde se encontra o estudo empírico, estas são compostas por sete capítulos, conforme apresentado de seguida:

Parte I - Enquadramento Teórico:

- Capítulo I: expõe-se a revisão da literatura sobre as teorias da estrutura de capital;
- Capítulo II: encontramos a revisão da literatura sobre a análise económico-financeira;
- Capítulo III: apresentam-se os determinantes da estrutura de capitais;
- Capítulo IV: é dedicado à caracterização do setor da indústria têxtil e do vestuário no contexto português.

Parte II – Estudo Empírico:

- Capítulo V: encontra-se a metodologia do estudo;
- Capítulo VI: apresentam-se os resultados obtidos e a discussão dos mesmos;
- Capítulo VII: são descritas as conclusões e as limitações do estudo.

Por fim encontram-se as referências bibliográficas consultadas para a elaboração da presente dissertação e em anexo os documentos contabilísticos utilizados para a elaboração do estudo empírico.

Parte I

Enquadramento Teórico

Capítulo I

Teorias sobre a Estrutura de Capitais

Sumário

1. Teorias sobre a Estrutura de Capitais

1.1. Teoria Tradicionalista

1.2. A abordagem de Modigliani & Miller (1958)

1.3. A abordagem de Modigliani & Miller (1963)

1.4. Teoria do Trade-Off

1.4.1. Teoria dos Custos de Agência

1.4.2. Teoria dos Custos de Falência

1.5. Teoria de Pecking Order

1.6. Teoria da Sinalização

1.7. Teoria do Market Timing

Capítulo I – Teorias sobre a Estrutura de Capitais

1. Teorias sobre a Estrutura de Capitais

A estrutura de capitais é um dos temas mais relevante e complexo na área financeira.

O pioneiro do conceito a estrutura de capital foi Durand (1952), cujo trabalho pressupõe uma estrutura de capital ótima, entre o rácio do capital próprio e do capital alheio, com o objetivo de permitir a minimização do custo de capital e, como resultado, elevar o valor de mercado da empresa.

Durand (1952), foi o pioneiro, no entanto foram os autores Modigliani e Miller em 1958 que desenvolveram o estudo mais relevante sobre este tema, ainda que este tenha sido assente num contexto de mercado de capitais perfeitos, desconsiderando fatores relevantes na análise da estrutura de capital. Em 1963 o estudo foi reformulado e passou a incluir os encargos financeiros de financiamento e o custo de capital. Segundo os autores, o valor máximo da empresa era atingido quando os seus ativos fossem financiados na totalidade por capitais alheios.

Após a Teoria de Modigliani e Miller, surgiram diversas teorias, com o objetivo de completar esta teoria, acrescentando fatores importantes para o estudo da estrutura de capitais.

Assim de seguida além da Teoria Tradicionalista e da Teoria de Modigliani e Miller, serão expostas as teorias fundamentais acerca da estrutura de capitais (Teoria de Trade-Off, Teoria Pecking Order, Teoria da Sinalização e a Teoria do Market Timing).

1.1. Teoria Tradicionalista

Em 1952, Durand tornou-se o pioneiro do tema da estrutura de capital e o impulsionador da Teoria Tradicionalista. Este autor defende que se verifica uma estrutura de capital ótima, quando o custo de capital é reduzido relativamente à maximização do valor de mercado da empresa (valor que os investidores estão dispostos a pagar pela empresa ou pelas suas ações), justificando que, nesta condição há uma combinação ótima entre capital próprio e alheio. Esta teoria é apresentada como a solução que permite um equilíbrio entre a abordagem do lucro líquido e a abordagem do lucro operacional líquido.

A abordagem do lucro líquido defende que as empresas apenas devem optar por capital alheio para se financiar, sem considerar que este tipo de financiamento traz com ele o risco de endividamento, que aumenta proporcionalmente com a dívida.

A abordagem do lucro operacional líquido, acrescenta o risco de endividamento à abordagem anterior e considera que não existe uma estrutura de capitais ótima e que o valor da empresa é independente da sua forma de financiamento.

Brealey e Myers (1992) defendem que de acordo com esta teoria, os investidores, dão pouca relevância ao risco financeiro, quando as empresas têm um nível de capital alheio equilibrado, não alterando, assim, a rentabilidade exigida. Só exigem rentabilidade mais elevada quando o grau de endividamento das empresas é elevado, pois o risco para os investidores e para os detentores da dívida aumenta. Este facto é corroborado por Rebelo (2003) que diz que a rentabilidade imposta pelos acionistas está diretamente relacionada com o rácio de endividamento. Todavia, o custo do capital alheio, por apresentar um menor risco para quem o fornece, tende a ser inferior ao custo do capital próprio. Deste modo, a estrutura de capital ótima é o ponto em que o custo médio ponderado do capital atinge o mínimo, alcançando a maximização do valor da empresa.

Martins (1999) e Suárez (1996) referem que a abordagem tradicional é seguida por muitos gestores, no entanto esta não é suportada por uma base teórica nem por um modelo de demonstração formal que a sustentem, assim, não é considerada uma teoria.

1.2. A abordagem de Modigliani & Miller (1958)

Depois de seis anos da Teoria Tradicionalista, Modigliani e Miller, em 1958, publicaram o artigo “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment”, que veio contradizer a Teoria Tradicionalista.

Este estudo é a base do debate moderno acerca da estrutura de capitais. Segundo Modigliani & Miller (1958) não há um nível de endividamento ótimo, “o valor da empresa é, em certas condições, independente da estrutura de capital”. Ou seja, os autores defendiam que o nível de endividamento não influencia o valor da empresa, desde que se verifiquem determinados pressupostos.

Os pressupostos estabelecidos pela abordagem de Modigliani e Miller (1958) são os seguintes:

- O Mercado de capitais é perfeito;
- Ausência de impostos, custos de agência, custos de transação, custos de falência e ausência de assimetria de informação.
- Os investidores esperam resultados semelhantes, relativamente ao Resultado operacional futuro da empresa;

- Os investidores não têm oportunidades de arbitragem, pois não existem oscilações de mercado, dado que o mercado de capitais é perfeito;
- A finalidade dos investidores é a maximização da sua riqueza, sem ter em conta a natureza dos títulos financeiros.
- Os pressupostos anteriores são a base das duas proposições principais de Modigliani & Miller (1958) sobre a estrutura de capital.

Proposição I

A proposição I de Modigliani & Miller (1958), define que “o Valor da empresa endividada é igual ao valor da empresa não endividada”. Os autores afirmam que, se assim não fosse, os investidores conseguiriam obter proveitos livres de risco, vendendo títulos das empresas sobrevalorizadas e adquirindo títulos das empresas desvalorizadas, este processo, conseqüentemente iria igualar o valor de mercado das empresas, confirmando assim a insignificância da forma de financiamento das mesmas.

Proposição II

Na Proposição II, Modigliani & Miller (1958) estabelecem que o custo do capital próprio aumenta proporcionalmente com taxa de endividamento. Assim, o custo médio ponderado de capital permanece constante, independentemente da forma de financiamento da empresa. Quanto maior a dependência de capital alheio da empresa, maior a rentabilidade exigida pelos investidores, de forma a equilibrar o risco financeiro. Neste contexto, os investidores obtêm proveitos superiores a um menor custo, compensando assim correr um maior risco.

1.3. A abordagem de Modigliani & Miller (1963)

Modigliani & Miller não consideraram os efeitos fiscais no seu modelo e foram alvos de várias críticas, pelo que em 1963 publicaram um novo artigo que pretendeu fazer face às deficiências do anterior chamado “Corporate income taxes and the cost of capital: a correction” onde incorporaram o efeito dos impostos e o fator risco no valor da empresa.

Neste artigo os autores concluíram que o endividamento aumenta o valor da empresa, pois o valor de uma empresa não endividada é igual ao de uma empresa equivalente totalmente suportada por capital de terceiros adicionada dos benefícios fiscais provenientes do uso de capital alheio, dado que os juros suportados são deduzidos fiscalmente, enquanto que a distribuição de dividendos representa um acréscimo do custo fiscal para a empresa.

Segundo esta lógica, a conclusão seria óbvia, a solução ótima para a estrutura de capital consistia nas empresas optarem exclusivamente pelo capital alheio como forma de financiamento. Contudo, os autores alertam que, as empresas precisam de estabelecer limites no recurso ao capital alheio, pois o endividamento em excesso pode representar um elevado risco financeiro e conseqüentemente, impossibilitar a aquisição de créditos e caso conseguissem obtê-los, os custos seriam mais elevados, levando assim a um maior risco de falência.

1.4. Teoria do Trade-Off

A teoria de Trade-Off foi proposta por Kraus e Litzenberger (1973) através do estudo “*A state-preference model of optimal leverage*”. É uma teoria que tem como base o modelo de Modigliani e Miller, assente na ligação entre os benefícios fiscais e os custos do capital externo na estrutura de capital das empresas.

Esta teoria considera também a existência de uma estrutura de capital ótima, ou seja, um valor ótimo de capital próprio e alheio, que eleva o valor de mercado da empresa. É dedutível, a partir desta teoria, que quando as empresas alcançam o ponto de equilíbrio entre os custos de falência e os benefícios fiscais, atingem o ponto em que a estrutura de capital é ótima e, portanto, a maximização do valor da empresa. A partir deste ponto, ocorre um aumento de endividamento excessivo, aumentando o risco e levando à perda de valor da empresa.

De seguida são apresentadas, a Teoria dos custos de agência e a Teoria dos custos de falência, considerada uma extensão da Teoria de Trade-Off.

1.4.1. Teoria dos Custos de Agência.

Jensen e Meckling (1976) estudaram o tema dos custos de agência, analisando os conflitos que ocorrem nas organizações provocados pela ausência de sintonia de interesses entre os diversos agentes, assim sendo, estes custos são utilizados em métodos para aproximar o interesse dos acionistas com os interesses dos restantes intervenientes.

Jensen e Meckling reconhecem dois conflitos principais:

- Custos de agência do capital próprio: relacionado com a diferença de interesses entre os acionistas e os administradores;
- Custos de agência da dívida: ligado ao conflito de interesses entre os acionistas e os credores.

Os acionistas nomeiam administradores para as suas empresas, porque estes têm mais conhecimentos sobre o negócio do que eles, ou seja, os acionistas possuem o capital e os administradores o conhecimento, criando-se assim uma assimetria de informação, pondo os gestores numa posição favorável para gerir a empresa de acordo com os seus interesses ao invés dos interesses dos acionistas. Deste modo, surgem os custos de agência do capital próprio:

- Custo dos incentivos: usados por exemplo no aumento da remuneração de acordo com o alcance de objetivos;
- Custos de fiscalização: custos associados à fiscalização das decisões dos gestores, normalmente através de auditorias realizados pelos revisores oficiais de contas e do conselho de administração;
- Perdas residuais: perdas associadas à diferença entre a decisão tomada pelos gestores e a decisão que teoricamente iria ser tomada para maximizar o interesse dos acionistas.

Jensen e Meckling (1976) concluíram que o endividamento diminui os custos de agência do capital próprio, na medida em que os resultados operacionais da empresa além de terem que financiar os custos da atividade têm também de suportar os juros e amortização da dívida, não havendo assim excedentes provenientes da atividade operacional da empresa, impedindo o usufruto destes por parte dos gestores.

Relativamente aos custos de agência da dívida Grinblatt, Hillier & Titman (2002), afirmam que os acionistas tomam decisões tendo em conta apenas os seus interesses, decisões essas que afetam negativamente os interesses dos credores, considerando como relevantes:

- Decisões de Sub investimento: “...os acionistas podem decidir não investir em projetos de investimento com valor atual líquido positivo caso o nível de endividamento seja elevado, pois implicaria que a maior parte dos benefícios resultantes do projeto fossem captados pelos credores.”;
- Decisões de substituição de ativos “...ocorre quando os acionistas tendem a assumir projetos de elevado risco e taxas de juros superiores, mesmo que apresentem um valor atual líquido negativo.”;
- Decisões de Miopia “...os acionistas tendem a preferir projetos de investimento que geram resultados num horizonte temporal mais curto em detrimento de projetos de investimento mais rentáveis, mas cujo horizonte temporal é mais alargado...”.

Os credores, de modo a controlarem as decisões dos acionistas, deixam de conceder capital às empresas, aumentam a rentabilidade exigida e elaboram contratos com cláusulas que lhes permitam controlar o risco da empresa. Estes custos podem ser menores, caso a empresa possua ativos fixos tangíveis, dado que estes servem como garantia para os credores (Scott, 1976).

De acordo com a presente teoria, a estrutura de capital ótima é atingida quando os custos de agência atingem o mínimo valor possível.

1.4.2. Teoria dos Custos de Falência.

Os custos de falência, resultam do incumprimento das obrigações das empresas perante os seus credores (Brealey e Myers, 1998). Designa-se que uma empresa se encontra em falência, quando os seus recursos são insuficientes para cobrir as suas obrigações (Jensen e Meckling, 1976). Nestes casos os credores tomam posse da empresa, este processo implica custos administrativos e legais, que são intitulados como custos de falência (Kim, 1978).

Warner (1977), categorizou estes custos em diretos e indiretos, sendo que os custos diretos estão ligados aos custos do processo legais (por exemplo, custos com advogados e administrativos) e os indiretos são principalmente resultantes do juízo que o mercado faz sobre o estado financeiro da empresa. Num cenário de falência, a empresa corre o risco de os fornecedores aumentarem as exigências, diminuindo o PMP, caso a empresa não consiga cumprir os prazos de pagamento, os fornecedores podem mesmo deixar de fornecer e consequentemente a empresa perde clientes dado que deixa de conseguir dar continuidade à atividade, por falta de meios. Além dos problemas com os fornecedores, as empresas nesta situação têm dificuldade no acesso a crédito e deparam-se com custos elevados na obtenção dos mesmos.

1.5. Teoria de Pecking Order

Baseando-se no trabalho de Donaldson (1961), Myers e Majluf (1984) e Myers (1984), desenvolveram a teoria de Pecking Order. Esta teoria vem contradizer a teoria de Trade-Off, pois a maximização do valor da empresa não se determina pela definição de um ponto ótimo de endividamento, mas pela minimização dos custos causados pela assimetria de informação, como consequência da opção certa das fontes de financiamento.

Esta teoria além de considerar os custos da emissão de dívida, tem em conta os custos da assimetria de informação, admitindo assim a existência de um mercado de capitais imperfeito.

Myers e Majluf (1984) ditam que se o investidor não tiver informações suficientes a respeito do valor da empresa, particularmente quando comparado aos gestores, a empresa corre o risco de ser subavaliada pelo mercado.

Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) afirmam que as empresas seguem uma determinada ordem relativamente às decisões de financiamento. Como primeira opção, as empresas autofinanciam-se (lucros retidos), depois recorrem ao financiamento externo até esgotar a capacidade de endividamento, em última instância, emitem novas ações. O motivo mais relevante para essa hierarquização é reduzir os efeitos da assimetria de informação e tentar impedir que o valor de mercado da empresa tenha uma depreciação após o anúncio de uma oferta de ações.

Assim sendo, quando as empresas necessitam de recorrer a financiamento externo, primeiramente emitem obrigações, dado que estas são consideradas positivas no mercado, pois é um sinal de qualidade, sinalizando uma expectativa de resultados positivos futuramente. Já quando as empresas emitem ações, os investidores preveem que a informação é desfavorável, considerando-se uma sinalização negativa no mercado (Leland e Pyle, 1977 e Ross, 1977).

1.6. Teoria da Sinalização

Ross (1977) e Leland & Pyle (1977) impulsionaram a teoria da Sinalização. Segundo esta, as empresas divulgam ao mercado informações sobre a empresa, “os sinais mais utilizados no domínio financeiro são: o nível de endividamento e a política de dividendos” (Gama, 2000, p.66).

Nesta teoria os autores afirmam que devido à assimetria de informação existente entre os diversos agentes económicos, níveis superiores de endividamento das empresas são considerados pelo mercado como um sinal de confiança quanto ao futuro da empresa, contrariamente às emissões de capital próprio que são vistas pelo mercado como um sinal negativo, pois indicam a hipótese de partilha de eventuais prejuízos da empresa com os novos acionistas (Gomes, 2012). O aumento da distribuição de dividendos é também compreendido como um sinal positivo pelo mercado, pois os investidores associam esse aumento a lucros mais elevados esperados pela empresa no futuro (Ross, 1977).

1.7. Teoria do Market Timing

Baker e Wurgler (2002) desenvolveram a teoria do Market Timing, sendo esta a mais recente teoria relativamente à estrutura de capitais. Nesta teoria a opção pelo tipo de

financiamento está sujeita à investigação que o gestor efetua à conjuntura do mercado de capitais e, a partir daí, averigua se a opção mais rentável é a emissão de ações ou de obrigações.

“Esta Teoria defende que a estrutura de capital duma empresa é o resultado acumulado das tentativas passadas de aproveitar condições favoráveis no mercado de ações pelos seus gestores, uma vez que estes emitem novas ações quando percecionam que estas estão sobreavaliadas pelo mercado, e recompram quando consideram que se encontram subavaliadas. Isto faz com que o custo do capital próprio diminua, beneficiando os atuais acionistas em detrimento dos futuros acionistas” (Rodrigues, 2013). Por outro lado, verifica-se que, por norma, os insiders elevam a compra antes de anúncios favoráveis e aumentam a venda antes de anúncios desfavoráveis (Penman, 1982; Elliot, Morse & Richardson, 1984).

Quando o rácio entre o capital próprio e o número de ações de uma empresa (valor contabilístico) é inferior ao valor resultante da multiplicação de uma ação pelo número de ações existentes no mercado (valor de mercado), estas emitem novas ações, por outro lado quando o valor contabilístico é superior ao valor de mercado as empresas optam pela emissão de obrigações (Semedo, 2015).

Contrariamente à teoria Pecking Order, na teoria Market Timing os administradores conseguem analisar as assimetrias de informação atuais para o proveito dos acionistas. Esta teoria desconsidera a existência de uma estrutura de capitais ótima e salienta que a tomada de decisão dos administradores acerca das fontes de financiamento, são resultantes da evolução do mercado (Atão e Bonfim, 2008).

Pequenas e médias empresas, não conseguem basear as suas decisões de financiamento nesta teoria, uma vez que grande parte destas empresas não é cotada, porém é considerada relevante para as empresas cotadas em bolsa.

Capítulo II

Análise Económico-Financeira

Sumário

- 2. Análise Económico-Financeira**
 - 2.1. Indicadores Económicos**
 - 2.2. Indicadores de Endividamento**
 - 2.3. Indicadores de Equilíbrio Financeiro**
 - 2.4. Indicadores Operacionais**
 - 2.4.1. Rácios Operacionais de Gestão**
 - 2.4.2. Rácios Operacionais de Rotação**
 - 2.5. Indicadores de Mercado**

Capítulo II – Análise Económico-Financeira

2. Análise Económico-Financeira

A análise económico-financeira de uma empresa, tem vindo a ganhar cada vez mais importância ao longo do tempo, tendo em conta que o contexto empresarial é cada vez mais competitivo e volátil.

A análise de indicadores económicos e financeiros permite que as empresas tomem decisões conscientes, sejam de carácter operacional, de investimento ou de financiamento.

O motivo pelo qual é necessária uma análise completa da situação económica e financeira prende-se com o facto de esta proporcionar uma visão realista do desenvolvimento do negócio, permitindo aos gestores/empresários diagnosticar e atuar em tempo útil e devidamente informados, planeando assim o futuro da sua empresa.

A categorização dos indicadores económico-financeiros é habitualmente feita de acordo com a informação que proporcionam. A divisão mais comum relaciona-se com a sua natureza, ou seja, financeira, económica, económico-financeira ou técnicas, apresentando-se na tabela 1 uma descrição de cada um deles.

Tabela 1*Categorização dos Indicadores Económico-Financeiros*

Indicadores Financeiros	Calculados unicamente através das rubricas do balanço, nomeadamente a autonomia financeira, estrutura financeira, endividamento e a solvabilidade.
Indicadores económicos	Suportados em dados presentes na demonstração de resultados, são denominados também como indicadores de rentabilidade, abordando apenas, parâmetros ligados à situação económica da empresa. Assim, são informativos sobre a estrutura de custos e proveitos, as margens e a capacidade de autofinanciamento.
Indicadores económico-financeiros	Rácios que são suportados através de dados retirados de rúbricas do balanço e da demonstração de resultados, como por exemplo, a rentabilidade dos capitais e a rotação dos vários elementos do ativo.
Indicadores operacionais	Proporcionam a classificação da eficiência e da produtividade das empresas. São normalmente divididos em rácios de gestão que explicam impactos financeiros relativos aos ciclos de exploração da empresa. São indicadores de curto prazo, pois o seu maior impacto é no imediato, dado que a maior influência é na tesouraria, embora também afete os resultados e a rentabilidade e em rácios de rotação, onde são calculados os rácios de rotação, estes são considerados de médio/longo prazo, uma vez que têm maior impacto na rentabilidade da empresa.
Indicadores técnicos	Contemplam parâmetros relativos à produção e às atividades em geral, sendo por norma expressos em unidades físicas. Através destes é possível determinar, a rentabilidade do equipamento ou a produtividade da mão-de-obra.
Indicadores de mercado de capitais	Também conhecidos como rácios bolsistas, apenas são utilizados em empresas cotadas em bolsa.

Nota: Elaboração Própria

Há autores, como Pinho e Tavares (2012) que, baseando-se na classificação anteriormente descrita, agrupam os indicadores da seguinte forma: Liquidez; Económicos;

Operacionais; Endividamento; Rentabilidade; Risco; Equilíbrio financeiro e de Mercado. Esta será a proposta que iremos seguir na nossa análise.

Matarazzo (2008) afirma que os indicadores económico-financeiros podem ser classificados da seguinte forma: Liquidez, Estrutura de Capital (representam a situação financeira da empresa) e Rentabilidade (representa a situação económica).

Neto (2012), Martins et al. (2014) e Silva (2014) classificam os indicadores económico-financeiros em: operacionais, liquidez, estrutura de capital e a rentabilidade.

Mota, Inácio, Barroso, Ferreira, Nunes e Oliveira (2020), dizem que para a análise de uma empresa deve ser escolhido apenas um método, de forma a facilitar a análise. Assim, os autores referem que há diversos métodos para estudar os documentos contabilísticos, evidenciando-se os seguintes:

- Confronto entre Balanços e Demonstrações de Resultados de exercícios consecutivos que permitem avaliar a evolução e a propensão das rubricas das demonstrações financeiras;
- Método dos indicadores ou rácios – comparação de rácios económico-financeiros como indicador de eficiência de uma empresa, é das práticas mais usadas. Efetivamente, o cálculo destes indicadores simplifica a análise e comparação dos documentos contabilísticos.
- Análise rubrica a rubrica ou por leitura direta – o recurso aos métodos supramencionados, não elimina a necessidade da análise rubrica a rubrica das demonstrações financeiras. Esta permite a deteção de saldos de natureza irregular ou que não seriam plausíveis de encontrar nos métodos anteriores.

Os rácios são o principal instrumento desta análise pois são essenciais para a tomada de decisão de instituições financeiras e investidores (Peyrard, 1992).

De forma a conseguir efetuar uma análise económico-financeira viável, os principais rácios a analisar são os rácios de liquidez, de alavancagem financeira (ou solvabilidade) e de avaliação do equilíbrio financeiro (Nabais e Nabais, 2004).

Baseado na classificação de Pinho e Tavares (2012), neste capítulo vamos agrupar os indicadores da seguinte forma: Liquidez; económicos; operacionais; endividamento; rentabilidade; risco; equilíbrio financeiro e de mercado. Os indicadores Liquidez, Rentabilidade e Risco serão descritos no ponto 3.4, 3.2 e 3.6, respetivamente, do Capítulo III,

dado que são determinantes da estrutura de capitais. Os restantes serão explicados nos pontos seguintes.

2.1. Indicadores Económicos

De acordo com Nabais e Nabais (2004), a análise económica analisa, essencialmente, a rentabilidade e o crescimento como aspetos da criação de valor, através da análise de indicadores económicos tais como o VAB (Valor Acrescentado Bruto), a produtividade, a rentabilidade e os resultados obtidos.

Segundo Menezes (2010), a capacidade de criar excedentes está relacionada com a capacidade de autofinanciamento da atividade da empresa, de forma a acrescentar valor patrimonial.

Teixeira e Pardal (2005) referem que a análise económica verifica a capacidade de uma empresa gerar excedentes financeiros, capazes de cobrir os gastos e financiar os investimentos da atividade. De acordo com os autores, as principais rúbricas a retirar da DR são: Volume de Negócios, Margem Bruta, Resultado Operacional e Resultado Líquido. Estes relacionam-se entre si e revelam o valor que a atividade principal da empresa adiciona aos seus investidores/interessados.

O VAB avalia o contributo da empresa para a economia, pelo valor criado com a sua atividade (Teixeira e Jorge, 2016). Teixeira (2013b), acrescenta que através da análise do VAB e de indicadores ligados a este, é possível verificar a capacidade competitiva das empresas, dado que quanto maior for o valor deste indicador, maior será a vantagem competitiva da empresa, criando mais oportunidades de negócio e cativando investidores.

2.2. Indicadores de Endividamento

Os indicadores de endividamento têm como objetivo avaliar a estrutura de financiamento da empresa e a dependência desta face aos capitais externos, bem como a capacidade de reembolso da dívida de médio e longo prazo (Gitman e Madura, 2003). Os rácios de endividamento têm como objetivo perceber a estrutura financeira das empresas, facilitando a tomada de decisão dos gestores em relação aos investimentos (Matarazzo, 1998). Gitman e Madura (2003), assim como Neves (2007) afirmam que o rácio de endividamento mede o nível de recurso a capitais próprios e alheios. Desta forma o endividamento pode ser calculado através do rácio apresentado de seguida, verificando-se que quanto mais elevado for o rácio do

endividamento total, maior é o peso do passivo, e, assim sendo, maior é o risco financeiro. (Baptista & Andrade, 2009).

De acordo com a fórmula do endividamento total, quanto maior for o indicador, mais endividada estará a empresa, sendo o seu limite 1, caso a empresa não tenha capitais próprios. Considera-se aceitável um valor de endividamento total até 66% (Baptista & Andrade, 2009).

Equação 1

Endividamento Total

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

A autonomia financeira indica a percentagem do ativo que é financiada pelo capital próprio e tem como limite máximo 1 e limite mínimo 0. Mede a capacidade de a empresa satisfazer com baixo risco as suas dívidas e prosseguir com os seus investimentos, independentemente das exigências e condicionantes externas. Um valor inferior a 33,3% significa uma excessiva dependência de capitais alheios. Um valor maior ou igual a 33,3% representa um bom grau de autonomia financeira (Fernandes, 2016).

Equação 2

Autonomia Financeira

$$\text{Autonomia Financeira} = \frac{CP}{\text{Ativo}}$$

O Rácio de Solvabilidade é calculado através do quociente entre os capitais próprios e o passivo total e revela a capacidade de os capitais próprios da empresa solverem os passivos da mesma. Nabais e Nabais (2011) afirmam que este rácio é fundamentado no confronto entre o capital próprio e o passivo total, e desta forma é um rácio a ter em conta na avaliação do risco financeiro e global da empresa. Um valor elevado significa tanto uma Autonomia Financeira elevada como um risco reduzido, enquanto que um valor reduzido significa um grande grau de dependência face aos credores.

Este indicador isoladamente não dá informação suficiente para se tirar conclusões, pelo que deve ser sempre complementado com outros, como por exemplo, com os descritos acima (Neves, 2012).

Concluindo, este rácio fornece informação sobre a estrutura de financiamento da empresa, pois relaciona o capital próprio com o capital alheio, sendo o valor recomendado acima dos 50% (Esperança & Matias, 2009).

Equação 3

Solvabilidade

$$\text{Solvabilidade} = \frac{CP}{Passivo}$$

Além dos rácios anteriores, existem outros que nos permitem analisar o endividamento. Neste estudo foram também utilizados os seguintes:

A estrutura do endividamento dá-nos o valor do capital alheio de curto prazo, de forma a verificar a regra do equilíbrio financeiro (a maturidade das origens dos fundos deve ser adequada à vida útil dos ativos). Assim sendo, verifica-se o capital alheio da empresa é maioritariamente de curto prazo ou de médio longo prazo (Fernandes et al., 2012).

Equação 4

Estrutura do Endividamento

$$\text{Estrutura do Endividamento} = \frac{CA \text{ de Curto Prazo}}{CA \text{ Total}}$$

Segundo Nabais & Nabais (2011), o rácio de cobertura dos encargos financeiros mostra se a atividade operacional da empresa é capaz de fazer face às suas obrigações, ou seja, este valor deve ser no mínimo igual a 1 e idealmente maior do que 1, pois quando este rácio é igual a 1 significa que o Resultado Operacional apenas cobre os encargos financeiros. Um valor inferior a 1, revela um enorme risco financeiro, uma vez que a atividade operacional da empresa não é suficiente para cobrir os encargos financeiros. Por sua vez, um valor superior a 1, traduz-se na capacidade de a atividade da empresa gerar recursos mais do que suficientes para fazer face aos seus encargos financeiros (Mota e Custódio, 2008).

Equação 5

Cobertura dos Encargos Financeiros

$$\text{Cobertura dos Encargos Financeiros} = \frac{RO}{Encargos \text{ Financeiros}}$$

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

Ratio”, ou seja, a proporção dos capitais investidos pelos credores face aos acionistas. Este rácio deve ser sempre menor do que 2.

Equação 6

Debt to Equity Ratio

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{CA}{CP}$$

2.3. Indicadores de Equilíbrio Financeiro

Baptista e Andrade (2004) afirmam que a existência de equilíbrio financeiro é indispensável para a solidez económico-financeira de uma empresa. O equilíbrio financeiro pode ser tratado segundo diversas óticas, sendo as mais comuns a Teoria Tradicional (Análise Patrimonial), que se baseia na análise do equilíbrio financeiro através do estudo tanto do Fundo de Maneio, como de vários rácios de liquidez e financiamento (Baptista e Andrade, 2009); e o método dos rácios ou indicadores, um dos mais utilizados na avaliação da situação económico-financeira das empresas (Neves, 2004; Nabais & Nabais, 2011), o que vai ser utilizado para a realização da presente dissertação.

Relativamente à análise do equilíbrio financeiro, em concordância com a abordagem tradicional, o principal documento contabilístico a estudar é o Balanço Patrimonial. Este expõe a situação patrimonial da empresa numa determinada data (Esperança & Matias, 2009). O balanço dá-nos dados sobre os ativos que a empresa detém e sobre a forma de financiamento destes, ou seja, capitais próprios ou/e alheios (Nabais & Nabais, 2011). Neves (2004, p. 43) refere que o balanço é um “documento contabilístico que expressa a situação patrimonial em determinada data”.

O balanço pode ser entendido como uma relação entre o ativo, passivo e capital próprio, numa perspetiva contabilística ou como uma relação entre as origens e as aplicações de fundos, numa perspetiva financeira. De acordo com Neves (2004), o primeiro membro do balanço é constituído pelos investimentos (ativo) e o segundo membro pelos financiamentos da empresa (CP + Passivo), olhando para este numa ótica financeira, como podemos ver na figura 1.

Assim sendo, uma empresa encontra-se em equilíbrio financeiro quando a aplicação dos fundos é igual à origem dos fundos e ainda, segundo a lei do equilíbrio financeiro mínimo, as empresas devem adequar a maturidade das origens de fundos à vida útil dos ativos, ou seja, o ativo corrente deve ser igual ao passivo corrente, evitando assim, problemas de tesouraria (Mota & Custódio, 2008, p. 96).

De acordo com a abordagem tradicional do equilíbrio financeiro, o Fundo de Maneio (FM), é um fator a ter em consideração, uma vez que, garante a capacidade de as empresas solverem as suas obrigações de curto prazo. (Nabais & Nabais,2011)

Segundo os autores anteriores, a verificação do equilíbrio financeiro conjectura, que o ativo circulante seja superior ao passivo de curto prazo, ou seja, um elevado FM indica uma maior robustez da empresa, pois assegura a cobertura do ativo fixo por parte dos capitais permanentes, tal como o ativo circulante.

Nabais & Nabais (2011), afirma que o FM pode ser calculado das seguintes formas:

Ótica de liquidez, em que $FM=AC-PC$

Ótica de sustentabilidade, em que $FM=Capital\ Permanente-Ativo\ Fixo$

Figura 1

Origens e Aplicações de Fundos

Aplicações de Fundos	Origens de Fundos
Ou	Ou
Investimento	Financiamento

Nota: Neves (2004, p.44)

2.4. Indicadores Operacionais

De acordo com Jagels & Coltman (2004), estes indicadores proporcionam a avaliação da eficiência e da produtividade da empresa. Por norma dividem-se em rácios de gestão, que explicam impactos financeiros relativos aos ciclos de exploração da empresa, tratando-se de indicadores de curto prazo, pois o seu maior impacto é no imediato, dado que a maior influência é na tesouraria, embora também afete os resultados e a rentabilidade e em rácios de rotação, onde são calculados os rácios de rotação, estes são considerados de médio/longo prazo, uma vez que têm maior impacto na rentabilidade da empresa. (Henry et. al., 2011).

2.4.1. Rácios Operacionais de Gestão.

Prazo Médio de Pagamentos

O prazo médio de pagamentos é o tempo médio, em dias, entre a compra e o pagamento ao fornecedor. Ou seja, é o tempo que a empresa tem para pagar. Um rácio elevado permite uma maior liberdade na gestão de tesouraria e no financiamento da atividade. No entanto, pode prejudicar a imagem da empresa e negligência na gestão (Neves, 2012).

Equação 7

Prazo Médio de Pagamentos

$$PMP = \frac{\text{Saldo Médio dos Clientes}}{\text{Vendas c/IVA}} \times 365$$

Prazo Médio de Recebimentos

O prazo médio de recebimentos é o tempo médio, em dias, entre a venda e o recebimento. Ou seja, é o tempo que a empresa vai demorar a receber o valor monetário. O objetivo das empresas é que este rácio seja o menor possível. Quando aumenta acarreta maior esforço de tesouraria e maior risco de cobrança. No entanto um rácio baixo pode mostrar uma falta de confiança indesejável aos clientes (Fernandes, 2016).

Equação 8

Prazo Médio de Recebimentos

$$PMR = \frac{\text{Saldo Médio dos Fornecedores}}{\text{Compras c/IVA}} \times 365$$

2.4.2. Rácios Operacionais de Rotação.

Estes rácios são utilizados de forma a avaliar a eficiência com que a empresa está a empregar os seus ativos (Brealey et al., 2001). Estes revelam o número de vezes que a atividade ocorre durante um determinado período de tempo e auxiliam a avaliação da eficiência da gestão usando e controlando os ativos analisados (Jagels & Coltman, 2004). Estes rácios apenas devem ser comparados em empresas do mesmo setor e com características idênticas, pois as circunstâncias de funcionamento são claramente diferentes de setor para setor. (Neves, 2012b).

Rotação do Ativo

Este rácio é utilizado para verificar o grau de eficácia da utilização dos ativos da empresa. Um valor elevado ao longo do tempo mostra que a empresa tem a capacidade de

usufruir dos ativos, contudo, um valor reduzido neste rácio pode significar que a empresa não está a tirar todo o proveito dos seus recursos. (Brigham, 2008)

Podemos concluir através da fórmula seguinte que a Rotação do Ativo pode ser analisada através do número de vezes que o ativo é convertido em vendas durante um determinado período de tempo (Fernandes, 2016).

Equação 9

Rotação do Ativo

$$Rotação\ do\ Ativo = \frac{Vendas}{Ativo\ Total\ Médio}$$

Rotação dos Inventários

Revela os resultados da gestão ao nível dos inventários, ou seja, indica a quantidade de stock que a empresa tem e que é convertido em vendas. Quando este rácio apresenta um valor elevado considera-se um sinal de eficiência, no entanto este valor não é linear, dado que uma rotação de inventários elevado pode expressar uma situação de sobrevivência da empresa (Jagels e Coltman, 2004).

Equação 10

Rotação dos Inventários

$$Rotação\ dos\ Inventários = \frac{CMVMC}{Inventários\ Médios}$$

2.5. Indicadores de Mercado

Os Mercados Financeiros são de extrema importância para empresas e investidores, tratando-se da translação de fundos entre as empresas e os investidores, o que é vantajoso para as empresas obterem fundos e para os investidores usufruírem de lucros com os investimentos. Servem também para suprir as necessidades de empresas que detêm fundos em excesso e querem tirar proveito dos mesmos, investindo-os. Por outro lado, os investidores podem liquidar os seus investimentos de forma a tirar os proveitos ou em alternativa aplicá-los em outros.

Zimmer e Putman (1990) são da opinião que o sucesso no mercado financeiro é influenciado por três grandezas: trabalho e estudo (80%), intuição (15%) e sorte (5%).

Andrezo e Siqueira (2006), categorizam os Mercados Financeiros, dividindo-os segundo os prazos das operações:

- Mercado de Crédito: é formado por um conjunto de agentes e recursos financeiros implicados em operações de curto e médio prazo. Baseia-se em instituições financeiras que concedem serviços de intermediação de crédito para pessoas coletivas ou singulares, que procuram recursos para consumo ou investimentos. Este mercado é regulado pelo Banco de Portugal.
- Mercado de Capitais: também conhecido como mercado bolsista, é composto por agentes e instrumentos financeiros envolvidos em operações de médio e longo prazo. Este tem como objetivo canalizar recursos para agentes económicos produtivos deficitários, através de operações de compra e de venda de ações (valores mobiliários), obrigações (títulos da dívida), efetuadas entre empresas cotadas em bolsa, investidores e intermediários.

Segundo Moreira & Sousa (2004) os principais indicadores a analisar na compra de ações são:

- Dividend Yield (rácio do dividendo da ação sobre a cotação da empresa – é a taxa de rentabilidade do dividendo);
- Price Earning Ratio (divisão da cotação pelo lucro por ação);
- Market to Book (rácio da cotação da ação sobre o seu valor contabilístico por ação);
- Price Cash-Flow (divisão da cotação da ação pelo cash-flow por ação).

A cotação das ações é variável, de acordo com a lei da oferta e da procura da ação, esta é influenciada por fatores internos (lucro esperado, *cash-flow* e novos investimentos benéficos para o futuro) e externos (taxas de juro, taxas de câmbio, crescimento económico e outras bolsas).

Capítulo III

Os Determinantes da Estrutura de Capitais

Sumário

3. Os Determinantes da Estrutura de Capitais

3.1. A Tangibilidade dos Ativos

3.2. Rentabilidade

3.2.1. Rentabilidade do Ativo

3.2.2. Rentabilidade do Capital Próprio

3.3. A Dimensão

3.4. Liquidez

3.4.1. Liquidez Geral

3.4.2. Liquidez Reduzida

3.4.3. Liquidez Imediata

3.5. Setor de Atividade

3.6. Risco

3. Os Determinantes da Estrutura de Capitais

Ao longo do tempo, diversos autores tentaram perceber quais os determinantes que influenciam a estrutura de capital. Os diversos estudos realizados identificaram como relevantes, entre outros, determinantes como a tangibilidade do ativo, rentabilidade, dimensão da empresa e liquidez, que serão explicados a seguir. Além desses fatores internos, ligados diretamente às empresas, existem outros fatores extrínsecos à empresa que podem afetar a estrutura de capital, por exemplo, a incerteza macroeconômica (crise) (Pamplona et al., 2021).

3.1. A Tangibilidade dos Ativos

Um dos determinantes da estrutura de capitais é a tangibilidade dos ativos, que é o rácio entre os ativos fixos tangíveis de uma empresa e o total dos ativos (Costa, 2015; Gomes 2021; Turkki 2021).

Equação 11

Tangibilidade dos Ativos

$$\text{Tangibilidade dos Ativos} = \frac{\text{Total do Ativo Fixo Tangível}}{\text{Ativo Total}}$$

Isto significa que quanto mais próximo de 1 for a tangibilidade dos ativos, mais ativos fixos tangíveis tem a empresa.

A tangibilidade do ativo está relacionada de forma positiva com o endividamento, pois as organizações que têm mais ativos fixos tangíveis têm mais facilidade no acesso ao capital alheio, pois servem de garantia na obtenção de créditos (Vaz, 2015).

Segundo a teoria de Trade-Off existe uma relação positiva entre o endividamento e a tangibilidade, pois empresas com maior número de ativos fixos, têm menor probabilidade de incumprimento e, por consequência, caso a empresa entre em insolvência, maiores são as garantias Gaud et al (2005).

3.2. Rentabilidade

A rentabilidade permite avaliar a capacidade de uma empresa gerar lucros, medida através do retorno sobre o capital próprio (ROE) ou sobre o ativo (ROA) dos investidores. Segundo Hoji (2004), os índices de rentabilidade são de extrema importância, pois demonstram o (in) sucesso da empresa.

Modigliani & Miller (1963), na sua teoria, concluíram que existe uma relação positiva entre a rentabilidade e o endividamento, tal como na teoria de Trade-Off, pois a empresa, ao

recorrer a capitais alheios, pode tirar proveito dos benefícios fiscais, deduzindo os juros ao lucro.

Alguns autores defendem, no entanto, que existe uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, considerando que sempre que possível as empresas devem preferir o autofinanciamento ao invés de recorrerem a capitais alheios (Matias & Serrasqueiro, 2017).

De acordo com a teoria de Pecking Order, as organizações com maior rentabilidade são as que geram mais fundos internos. Desta forma têm níveis de endividamento menores. Empresas rentáveis preferem o autofinanciamento, ao invés do endividamento, pois os custos são mais reduzidos. Assim sendo, claramente existe uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade (Semedo, 2015; Silva, 2012).

Titman e Wessels (1988) constataram que o nível de endividamento das empresas norte-americanas tinha uma ligação negativa com a sua rentabilidade, corroborando a Teoria de Pecking Order.

Nas suas investigações, Rajan & Zingales (1995); Frank & Goyal (2007) e Noulas & Genimakis (2011), Serrasqueiro et al. (2011), concluíram que a rentabilidade tem uma relação negativa com o endividamento, fortalecendo a ideia de que a rentabilidade que uma empresa apresenta é proporcionalmente inversa ao nível de endividamento, dado que uma menor rentabilidade pode incitar problemas financeiros, forçando as empresas a auxiliarem-se no endividamento.

De seguida são apresentados os rácios mais utilizados para calcular a rentabilidade de uma empresa e o seu propósito

3.2.1. Rentabilidade do Ativo.

Segundo Duran e Stephen (2020), a rentabilidade do ativo corresponde a um rácio que mede o desempenho dos ativos totais investidos na empresa, independentemente de ser capital próprio ou alheio. É um indicador usado para comparações de produtividade de empresas com um nível de risco de negócio semelhante.

É um indicador de eficiência de gestão, ou seja, a rentabilidade do ativo é o resultado da forma como são utilizados os recursos da empresa (humanos, equipamentos, materiais, monetários e informação), independentemente da sua forma de financiamento. Daí a rentabilidade do ativo ser um indicador da qualidade da gestão a longo prazo.

Equação 12

Rentabilidade do Ativo Líquido

$$\text{Rentabilidade do Ativo (ROA Líquido)} = \frac{RL}{\text{Ativo Total}}$$

Equação 13

Rentabilidade do Ativo Bruto

$$\text{Rentabilidade do Ativo (ROA Bruto)} = \frac{RO}{\text{Ativo Total}}$$

3.2.2. Rentabilidade do Capital Próprio.

A rentabilidade do capital próprio relaciona o lucro obtido em um determinado exercício com o capital próprio da empresa. A importância deste rácio deve-se ao facto de revelar os resultados globais obtidos pelos sócios e acionistas, decorrentes da gestão de capitais.

Equação 14

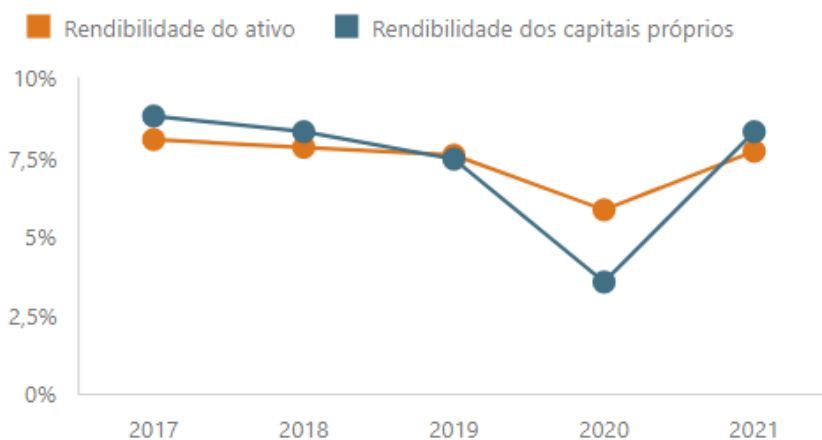
Rentabilidade do Capital Próprio

$$\text{Rentabilidade do Capital Próprio (ROE)} = \frac{RL}{CP}$$

Na figura 1, no gráfico retirado do Banco de Portugal, podemos verificar a rentabilidade do ativo e a rentabilidade dos capitais próprios das empresas portuguesas, onde é evidente a queda abrupta no ano 2020, provavelmente por fatores como a pandemia. No ano 2021 a rentabilidade voltou a subir, ou seja, as empresas portuguesas aumentaram novamente a sua capacidade de gerar lucros.

Figura 2

Rentabilidade



Nota: Banco de Portugal, quadros do setor (2023)

3.3. A Dimensão

A dimensão das empresas está diretamente ligada com o endividamento, pois espera-se que quanto maior for a empresa, maior seja a capacidade de endividamento. Isto acontece porque as grandes empresas têm mais facilidade no acesso ao mercado financeiro e na obtenção de créditos a médio e longo prazo com taxas de juro mais baixas, dado que têm custos de falência reduzidos e apresentam uma menor probabilidade de falência. Assim sendo, é normal que as grandes empresas tenham mais dívidas a médio longo prazo e as pequenas a curto prazo (Azevedo, 2013; Peixoto, 2017). No entanto, o financiamento da dívida continua a ser uma importante fonte de capital para as PME (Rao et al., 2021).

A teoria que a dimensão de uma empresa varia positivamente com a alavancagem está prevista nas teorias do Trade-Off e da Pecking Order (Dalwai et al., 2020). De acordo com a teoria do Trade-Off as grandes empresas são mais variadas e enfrentam assim menor risco de falência. Já a teoria da Pecking Order refere que as grandes empresas estão sujeitas a uma menor assimetria de informação, conduzindo a um aumento de endividamento.

Segundo Titman & Wessels (1988), este efeito da dimensão da empresa no endividamento acontece porque os custos fixos de falência representam uma pequena dimensão em comparação com o valor global da empresa, ajudando assim a reduzir o custo total do endividamento.

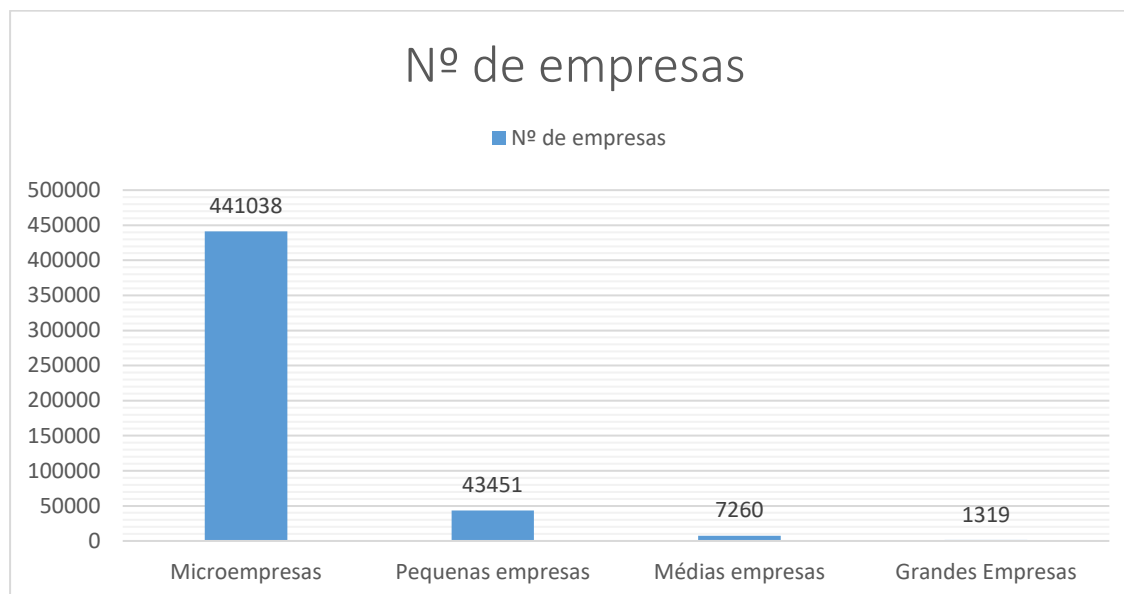
Frank e Goyal (2007) Panova (2020) e Diamant & Winstroem (2020) concluíram que a Teoria de Trade-Off era esclarecedora para a relação positiva entre o endividamento e a dimensão. Segundo esta teoria, as empresas de maior dimensão têm maior facilidade na obtenção de crédito e com custos inferiores.

Magerakis et al. (2020) afirmam que as empresas com maior dimensão têm menos “disponibilidades” devido à existência de economias de escala. Em contrapartida, as empresas de menor dimensão apresentam níveis de “disponibilidades” mais elevados pois são restritas financeiramente devido às assimetrias de informação.

Em Portugal, de acordo com os dados obtidos no Banco de Portugal, 89,45% das empresas são microempresas como podemos ver na figura 3, ou seja, a grande maioria das empresas tem dificuldade na obtenção de capital alheio devido à sua dimensão. Apenas 0,27% das empresas em Portugal, a percentagem correspondente às grandes empresas, tem esta facilidade que descrevemos anteriormente.

Figura 3

Número de Empresas por Dimensão



Nota: Adaptado do Banco de Portugal

3.4. Liquidez

A liquidez advém da gestão do ativo corrente, assim sendo, é a capacidade que a empresa tem em transformar os seus ativos em dinheiro (Panova, 2020). Um valor de liquidez alto pode mostrar que uma empresa tem maior possibilidade de se autofinanciar (Westerlund, 2020). As empresas com uma elevada liquidez, têm uma maior facilidade de aquisição de capital alheio a longo prazo, uma vez que têm um menor risco de falência. (Lisboa, 2019).

Proença (2013) refere que as organizações para suportarem os seus investimentos recorrem à teoria de Pecking Order dado que os níveis de liquidez alteram em sentido contrário ao nível de alavancagem, ou seja, quando a liquidez aumenta a alavancagem diminui. Quanto maior for a liquidez geral das empresas, maior será o seu capital próprio, ou seja, mais fundos para o autofinanciamento e menos recurso à dívida. (Semedo, 2015).

Peixoto (2017) afirma que a facilidade de obter capital alheio é maior quando a liquidez é elevada, pois se as empresas têm liquidez elevada significa que são capazes de cumprir com as suas obrigações.

De acordo com Ozkan (2001), empresas com uma elevada liquidez têm mais facilidade de autofinanciamento e, por consequência, menor necessidade de recorrer a financiamento externo para financiar os seus investimentos.

Na figura 4 podemos analisar a Liquidez de todas as empresas em Portugal no período de 2017-2021, verificando-se a evolução da liquidez geral que “avalia em que medida as obrigações de curto prazo estão cobertas por ativos que se esperam vir a ser convertidos em meios financeiros líquidos a curto prazo. Quando o rácio de liquidez é inferior a 1, as obrigações de curto prazo (passivos correntes) não se encontram totalmente cobertas pelos ativos de maior liquidez (ativos correntes). A liquidez reduzida não considera os inventários” (Banco de Portugal, quadros do setor, 2023).

Os rácios de liquidez têm como objetivo perceber se a empresa dispõe de fundos para fazer face aos seus encargos financeiros de curto prazo (até um ano). Assim sendo, é espectável que esta detenha meios financeiros nesse mesmo período para liquidar as suas dívidas. De forma a averiguar esta capacidade são analisados os indicadores de liquidez que possibilitam comparar o grau de liquidez dos ativos e o grau de exigibilidade das dívidas.

3.4.1. Liquidez Geral.

De acordo com Esperança e Matias (2009), o rácio de liquidez geral calcula a capacidade dos ativos de curto prazo cobrir os encargos de curto prazo. Este rácio deve apresentar valores entre 1 e 1,1. Idealmente deve ser igual a 1, pois só deste modo é que se cumpre a lei do equilíbrio financeiro mínimo, ou seja, as empresas devem adequar a maturidade das origens de fundos à vida útil do ativo, ou seja, ativo corrente deve ser igual ao passivo corrente. Segundo os autores um valor inferior a 1, indica a existência de mais capitais exigíveis no curto prazo do que ativo corrente, conseqüentemente uma parte do ativo fixo está a ser financiado por capitais alheios de curto prazo.

Equação 15

Liquidez Geral

$$Liquidez\ Geral = \frac{Ativo\ Corrente}{Passivo\ Corrente}$$

3.4.2. Liquidez Reduzida.

A diferença entre o rácio da liquidez reduzida e o rácio anterior é que este desconsidera os inventários, pois estes correm o risco de não se transformar em dinheiro no curto prazo. Ou seja, caso a diferença entre a liquidez geral e reduzida seja muito elevada, significa que existem muitos inventários. A liquidez reduzida deve apresentar valores entre 0,8 e 0,9 (Nabais & Nabais, 2011).

Equação 16

Liquidez Reduzida

$$\text{Liquidez Reduzida} = \frac{\text{Ativo corrente} - \text{Inventários}}{\text{Passivo Corrente}}$$

3.4.3. Liquidez Imediata.

A liquidez imediata refere-se à capacidade que a empresa tem de pagar as suas dívidas apenas com as disponibilidades, ou seja, os meios financeiros líquidos. Este rácio deve apresentar valores muito inferiores a 1, pois se a liquidez imediata for 1 ou próximo de um, significa que todo o passivo corrente (dívidas de curto prazo, até 1 ano) está a ser coberto pelas disponibilidades, o que deve acontecer é que as disponibilidades apenas devem cobrir as obrigações do imediato e não todas as obrigações de curto prazo. Assim sendo, a Liquidez imediata igual ou próximo de 1, significa que existem meios financeiros líquidos, que deveriam estar a ser investidos de forma a criar mais valor para a empresa e não estão (Nabais & Nabais, 2011).

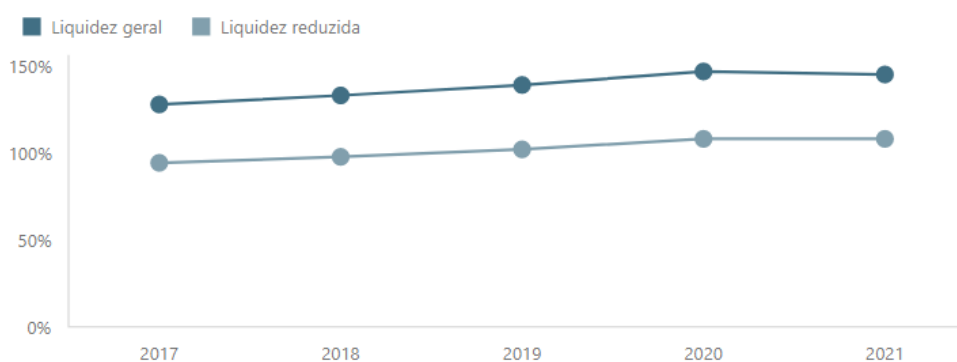
Equação 17

Liquidez Imediata

$$\text{Liquidez Reduzida} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Corrente}}$$

Figura 4

Liquidez



Nota: Adaptado do Banco de Portugal

3.5. Setor de Atividade

Bradley, Jarrel & Kim (1984) constataram que o setor de atividade em que uma empresa se insere tem um efeito muito relevante na sua estrutura de capitais, daí muitos estudos abordarem o setor de atividade como um determinante da estrutura de capital.

Teixeira & Parreira (2014) afirmam que, normalmente, empresas do mesmo setor de atividade seguem as mesmas estratégias, e, conseqüentemente, estão sujeitas aos mesmos riscos. Deste modo o grau de endividamento é semelhante em empresas do mesmo setor de atividade, pois estas empresas têm custos, produtos e tecnologia idênticos.

3.6. Risco

Atualmente, o mercado é cada vez mais incerto e volátil, desta forma, as empresas são postas à prova inúmeras vezes, obviamente correndo riscos. Neves (2012) define o risco como a hipótese de perda, daí o risco ser normalmente associado à noção de incerteza.

O risco pode ocorrer por variáveis macroeconômicas, que a empresa não controla (risco de mercado ou sistemático), como por exemplo a inflação, as políticas econômicas ou outras condições conjunturais (Fernandes et al, 2012). Por outro lado, temos o risco financeiro, que está diretamente ligado à estrutura financeira da empresa e possibilita a análise do impacto que o recurso ao capital alheio gera na rentabilidade dos capitais próprios (Neves, 2004).

Gaud et al. (2003), em concordância com os autores mencionados anteriormente, notam que o risco pode ser analisado de duas formas: através da variabilidade dos resultados das empresas, que geram incertezas, ou seja, aumentam os níveis de risco ou através dos níveis de endividamento, que quanto mais elevados forem, maior será o risco, dado que a probabilidade dos rendimentos e ganhos serem insuficientes para cobrir os gastos ou perdas aumenta exponencialmente com o endividamento. Por consequência, a probabilidade de incumprimento e insolvência também aumenta.

Bradley et al. (1984) e Titman & Wessels (1988), também indicam que efetivamente há uma relação negativa entre o risco e o endividamento. De acordo com os autores, presumimos que quanto maior o endividamento de uma empresa, maior será o risco do negócio.

Capítulo IV

A Indústria Têxtil em Portugal

Sumário

- 4. A Indústria Têxtil em Portugal**

4. A Indústria Têxtil em Portugal

A indústria têxtil é um dos setores empresariais portugueses maiores e mais importantes para a economia do país, e também a mais antiga e tradicional indústria portuguesa.

Segundo dados do Banco de Portugal, atualmente, a indústria têxtil e de vestuário portuguesa representa 9% das exportações nacionais (3% das exportações têxteis e de vestuário da União Europeia) e acumula 8% do volume de negócios e 8% da produção da indústria de manufatura portuguesa.

Este setor é composto por 6 339 empresas, que empregam 121 124 pessoas e em 2022 o volume de negócios foi de 8 883 Milhões de Euros (Banco de Portugal, Quadros do Setor, 2023).

Esta indústria desenvolveu-se consideravelmente nas décadas de 70 e 80, pois a mão-de-obra a baixo custo e a localização geográfica eram as maiores vantagens relativamente a outros locais da Europa. Em 1995 foi aplicado, de forma faseada, o Acordo sobre têxteis e vestuário, que liberalizou o comércio internacional do têxtil. Em 2001 a China entrou para a Organização Mundial do Comércio, o que trouxe consequências negativas para a indústria em Portugal. Entre 2001 e 2008, com a adesão de Portugal ao Euro, o alargamento da União Europeia a Leste e a crise económica e financeira internacional, fizeram com que este setor de atividade entrasse em retrocesso (Direção Geral Atividades Económicas, 2018).

O setor têxtil e vestuário está englobado na Indústria Transformadora, a sua classificação de acordo com o CAE (código de atividade económica) divide-se em:

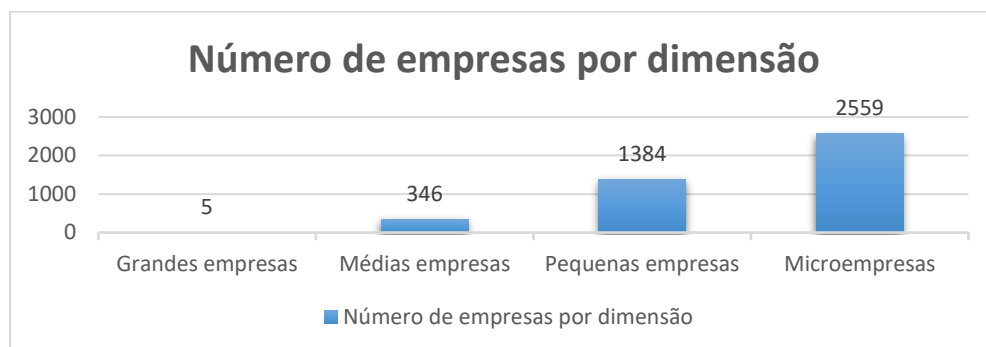
- Divisão: 13-fabricação de têxteis: Inclui a preparação de fibras têxteis (descaroçamento, maceração, batedura, torcedura e carbonização), lavagem, penteação, fiação, retorcedura, tecelagem de lãs, algodão, linho, juta, cânhamo, rami, pelos, fibras artificiais e sintéticas. Abrange também o acabamento de têxteis (branqueamento, tingimento, estampagem, texturização, etc.), confeção de têxteis para o lar e outros artigos têxteis.
- Divisão: 14- indústria do vestuário: Contém todo o tipo de vestuário para homem, mulher ou criança, em qualquer material (tecido, malha ou não tecidos, couro, peles com pelo, etc.), quer seja o fim (trabalho, passeio, desporto, etc.). Compreende também

a fabricação de artigos de peles com pelo e de acessórios de vestuário em qualquer material (Síntese Setorial, Gabinete de Estratégia e Estudos, Ministério da Economia).

De acordo com os dados disponibilizados pelo Banco de Portugal, em 2021 existiam 4.304 empresas ativas no setor do vestuário, empregando 76.754 pessoas. Na figura 5 e 6 é possível verificar a distribuição destas empresas por dimensão e antiguidade.

Figura 5

Número de Empresas por Dimensão



Nota: Adaptado Banco de Portugal – Quadros do Setor

Figura 6

Número de Empresas por Idade



Nota: Banco de Portugal – Quadros do Setor

Esta indústria tem um peso considerável na balança comercial (relação entre a procura de exportações e importações num dado país havendo um superavit quando as exportações são superiores às importações e um deficit quando se verifica o contrário) do nosso país. Segundo dados do Banco de Portugal, em 2021 as exportações desta indústria foram de 69,12% do valor das vendas, o que corresponde a 2.645 milhões de euros (fig.7).

Figura 7

Peso das Exportações nas Vendas

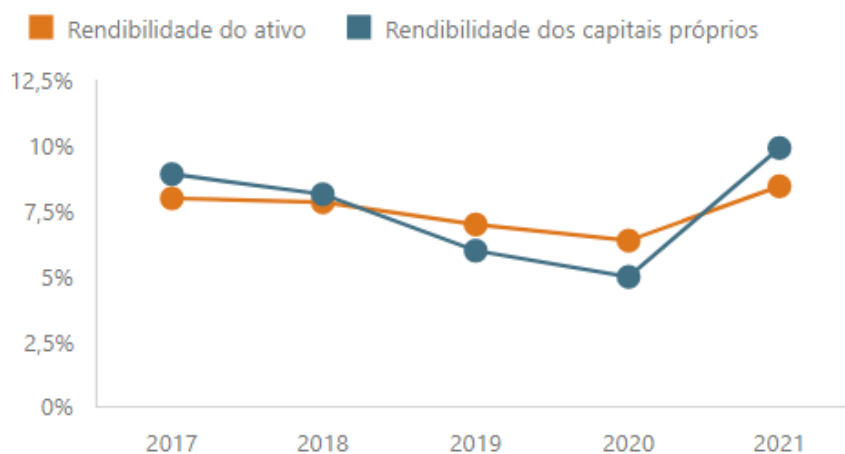


Nota: Banco de Portugal – Quadros do Setor

Na figura 8 podemos verificar a rentabilidade do ativo e do capital próprio da Indústria do Vestuário. Segundo os dados fornecidos pelo Banco de Portugal em 2021, a rentabilidade dos capitais próprios e a rentabilidade do ativo aumentou consideravelmente do ano 2020 para o ano 2021, um fator positivo, dado que significa que o setor aumentou a sua capacidade de gerar lucros. Podemos também observar na figura seguinte que este determinante tinha vindo a cair desde 2017.

Figura 8

Rentabilidade da Indústria do Vestuário



Nota: Banco de Portugal – Quadros do Setor

Parte II

Estudo Empírico

Capítulo V

Metodologia da Investigação

Sumário

5. Objetivos

6. Proposições

7. Amostra e Base de Dados

5. Objetivos

Este estudo tem como objetivo relacionar o efeito dos determinantes da estrutura de capital no endividamento das empresas.

É um estudo de pesquisa qualitativa, uma vez que foi efetuada uma análise documental baseada na Demonstração de Resultados e no Balanço Patrimonial de cinco empresas do setor da Indústria Têxtil, considerando-se assim um estudo de caso múltiplo.

6. Proposições

A proposição é uma predição sobre uma relação existente entre variáveis que se confirma empiricamente (Fortin, 2006). Tal como a questão de investigação, a proposição toma em conta as variáveis-chave e a população-alvo.

De acordo com a problemática em estudo e com base na fundamentação teórica, são formuladas de seguida as proposições das relações entre os determinantes da estrutura de capital e o endividamento, suportadas pela revisão da literatura, de forma a responder ao objetivo do estudo.

P1: “Existe uma relação positiva entre tangibilidade dos ativos e o nível de endividamento das empresas.”

Relativamente à relação entre a tangibilidade dos ativos e o endividamento existem divergências entre autores.

Segundo Frank & Goyal (2009), e de acordo com a Teoria de Pecking Order, é esperada uma relação negativa com o endividamento. Já Michaelas et al. (1999) e Musah & Agyemang (2019), defendem que existe uma relação positiva entre esta variável e o endividamento, conforme a teoria de Trade-Off.

P2: “Existe uma relação positiva entre rentabilidade e o nível de endividamento das empresas.”

No que diz respeito à relação entre a rentabilidade e o endividamento também não existe concordância entre todos os autores.

Segundo Hall, Hutchinson & Michaelas (2004), a rentabilidade tem uma relação negativa com o endividamento tanto de curto prazo como de médio longo prazo.

Para Frank & Goyal (2009), e na ótica do Trade-Off, uma empresa com elevada rentabilidade que obtenha capital alheio com custos baixos e que tire proveito dos benefícios

fiscais associados à dívida, terá uma relação positiva entre a rentabilidade e o nível de endividamento.

P3: “A dimensão da empresa está positivamente associada com o endividamento total.”

Quanto à relação entre a dimensão das empresas e o endividamento, os autores estão em concordância.

Ramli et al. (2019) afirma que empresas de maior dimensão tendem a apresentar maiores níveis de rentabilidade do que empresas de menor dimensão, facilitando o acesso a capital alheio e tendo menos custos com o mesmo, pelo que a dimensão está positivamente ligada ao endividamento.

Warner (1977), Ang et al. (1982) e Pettit e Singer (1985) afirmam que, as empresas de maior dimensão, por norma têm níveis mais elevados de endividamento, uma vez que, o risco de falência é menor, adquirem dívida com o objetivo de diminuir a carga fiscal com a dedução dos juros, seguindo assim a teoria de Trade-Off.

P4: “Existe uma relação negativa entre risco do negócio e o nível de endividamento das empresas.”

No que respeita à relação entre o risco de negócio e o endividamento, os autores estão em concordância com a P4.

De acordo com a teoria de Trade-Off, espera-se uma relação negativa entre o risco e o endividamento, dado que, empresas com elevado risco tem mais dificuldade na obtenção de capital externo e quando o conseguem obter, os custos são mais elevados.

A teoria Pecking Order defende que, as empresas com maior risco de negócio tendem a priorizar o aumento de capital próprio disponível ao longo dos anos de forma a evitarem o endividamento através de dívida externa, ou seja, está de acordo com a Teoria de Trade-Off.

P5: “Existe uma relação negativa entre o setor de atividade e o nível de endividamento das empresas.”

De acordo com o estudo de Rodrigues (2017) e com os dados do Banco de Portugal, a relação entre o setor têxtil e o endividamento é negativa, nesta proposição espera-se que as empresas estejam mais endividadas relativamente à média dos restantes setores em Portugal.

Rodrigues (2017), elaborou um estudo com 113 empresas do setor têxtil entre 2011 e 2015 e concluiu que as empresas deste setor tendem a depender excessivamente da dívida de curto prazo, deste modo o setor de atividade, no caso do setor têxtil, está relacionado negativamente com o endividamento.

P6: “Existe uma relação negativa entre a liquidez e o nível de endividamento das empresas.”

As opiniões dos autores acerca da relação entre a liquidez e o endividamento é divergente.

Segundo Serrasqueiro, Matias e Salsa (2016), assim como Sehrish, Khan e Nafees (2013), e de acordo com a Teoria de Trade-Off e Pecking Order, a relação entre a liquidez e o endividamento é negativa.

De acordo com a Teoria dos custos de agência, a Teoria da Assimetria de Informação e a Teoria dos Sinais existe uma relação positiva entre a liquidez e o endividamento.

7. Amostra e Base de Dados

Os dados utilizados nesta dissertação foram disponibilizados pela Informa D&B, Lda., uma base de dados experiente no entendimento sobre o meio empresarial e cria informação essencial, credível e inovadora. A Informa D&B é a principal empresa na disponibilização de informação sobre empresas em Portugal. (Informa D&B Serviços de Gestão de Empresas).

A amostra consiste em cinco empresas portuguesas do setor têxtil, com o CAE 14131-Confeção de outros vestuários exterior em série, todas elas sociedades anónimas, sendo duas delas consideradas grandes empresas e três médias empresas. Consideram-se médias empresas aquelas que empregam de 50 a 250 trabalhadores e grandes empresas as que empregam mais de 250 colaboradores. (art.º 100, nº1 c e d, Código do Trabalho).

As empresas alvo de estudo são as seguintes:

- EC, S.A.: situada em Viseu-Mangualde, com 275 funcionários e 4 acionistas. Esta empresa é de grande dimensão com um volume de negócios de 17,3M de euros e um capital social de 125 000€.
- EB, S.A.: situada em Braga, com 213 funcionários e 1 acionistas. Esta empresa é de média dimensão com um volume de negócios de 53,5M de euros e um capital social de 350 000€.
- EE, S.A.: situada em Oliveira do Hospital-Coimbra, com 213 funcionários e 11 acionistas. Esta empresa é de média dimensão com um volume de negócios de 7,8M de euros e um capital social de 3 600 000€.
- ED, S.A.: situada em Santo Tirso-Porto, com 255 funcionários e 1 acionistas. Esta empresa é de grande dimensão com um volume de negócios de 76,3M de euros e um capital social de 4 000 000€.

- EA, S.A.: situada em Barcelos, com 209 funcionários e 1 acionistas. Esta empresa é de média dimensão com um volume de negócios de 45,8M de euros e um capital social de 500 000€.

A escolha da amostra deveu-se ao facto de ter realizado ao longo do primeiro ano do mestrado um estudo sobre a empresa EC, S.A. e foi uma empresa que me suscitou bastante interesse. Decidi então fazer o estudo sobre empresas da indústria do setor têxtil e do vestuário. Contactei a informa D&B para a obtenção dos dados e apenas disponibilizavam dados de cinco empresas, assim escolhi mais quatro empresas do setor com dimensão idêntica de forma a conseguir fazer uma comparação com a empresa EC, S.A.

Capítulo VI

Análise e Discussão dos Resultados Obtidos

Sumário

8. Análise dos Resultados Obtidos

8.1. Análise Económica

8.2. Análise Financeira

8.3. Indicadores Operacionais

9. Discussão dos Resultados Obtidos

Capítulo VI - Análise e Discussão dos Resultados Obtidos

8. Análise e Discussão dos Resultados Obtidos

Neste capítulo de forma a responder ao objetivo desta dissertação, foi realizada uma análise económica, financeira e operacional das empresas em estudo.

Primeiramente será realizada uma análise económica, baseada na demonstração de resultados, seguindo-se uma análise patrimonial ou financeira baseada no Balanço e, por último, uma análise operacional das empresas em estudo, comparando os valores com as médias do setor.

Os dados apresentados de seguida foram retirados do Balanço e da Demonstração de Resultados (anexos) das empresas em estudo, esta informação financeira foi fornecida pela empresa Informa D&B, Lda.

8.1. Análise Económica

A análise económica, também conhecida como análise dinâmica, baseia-se em dados retirados da Demonstração de Resultados de uma empresa, tendo como foco aspetos relacionados com a situação económica da empresa. Assim sendo, possibilita identificar através dos seus indicadores e dos rácios que surgem deles, se uma empresa gerou lucro ou prejuízo num determinado período de tempo (Neves, 2012).

A Tabela 2 apresenta-nos rácios e indicadores que nos permitem avaliar a rentabilidade das empresas.

Tabela 2*Indicadores De Rentabilidade*

Rácio/ Empresa	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
MBV (€)	364 895	6 340 636	419 2890	23 781 291	8 440 591	190 097
EBITDA (€)	3 069 794	4 265 512	928 094	326 881	-51 713	80 767
EBIT (€)	2 232 960	3 469 687	728 367	1 063 083	-157 352	57 047
EBT (€)	2 194 255	3 416 985	587 761	113 603	-587 468	52 500
RL (€)	1 644 341	2 543 718	425 789	201 160	-618 387	39 731
ROE (%)	17,86	11,91	5,07	1,21	-19,25	11,33
ROA bruto (%)	8,66	10,05	3,65	1,58	-1,05	6,36
ROA Líq. (%)	6,38	7,37	2,13	0,30	-4,11	4,43

Nota: Adaptado da Demonstração de Resultados de cada empresa

$$\text{Margem Bruta das Vendas} = \text{Vendas e Serviços Prestados} - \text{CMVC}$$

Na Tabela 2, temos cinco indicadores retirados diretamente da DR (margem bruta das vendas; EBITDA; EBIT; RAI e RL), o que nos permite fazer uma análise dinâmica das empresas.

Verificamos que todas as empresas apresentam um resultado de exploração (EBITDA) bastante aceitável, exceto a EE, S.A. que apresenta um resultado negativo, ou seja, a empresa não está a gerar lucros com a atividade operacional.

Olhando para os valores do Resultado Operacional (EBIT), constatamos que existe um decréscimo considerável em relação ao EBITDA, o que revela a existência de muitos ativos ou de ativos de elevado valor em processo de depreciação. Salientando-se a empresa ED, S.A. que apresenta um valor de 1 063 083,00 €.

Observando a tabela 2 conseguimos também concluir que em todas as empresas o valor do EBIT é superior ao valor do RAI, dado que (EBIT-RAI) é superior a 0, significando que em todas as empresas o valor do RO é suficiente para cobrir os encargos financeiros. No entanto, verificamos que todos os valores são bastante superiores a 1, ou seja, todas elas, tal como a média do setor, têm elevados encargos financeiros com capital alheio, possivelmente devido

aos ativos adquiridos que ainda se encontram em processo de depreciação. Quando fazemos esta diferença verificamos que esta diferença não é igual ao valor dos encargos financeiros, constatando assim que estas empresas obtêm proveitos de juros e rendimentos similares. Os valores mais preocupantes são das empresas EC, S.A. (140 607,75€), ED, S.A. (949 479,63 €) e EE, S.A. (430 115,23 €).

Relativamente ao Resultado Líquido das empresas em análise, concluímos que todas elas geraram lucros, exceto a empresa EE, S.A. que tem um Resultado Líquido negativo, pois apesar de ter uma margem bruta das vendas com elevado valor, a sua atividade quotidiana não está a gerar recursos para fazer face aos custos fixos da dívida. Esta empresa deve avaliar a sua política de investimentos de forma a que a atividade principal da empresa faça face aos custos fixos da dívida.

Na tabela 2 também são apresentados três rácios de rentabilidade (ROE, ROA bruto e ROA líquido), estes são de natureza económico-financeira, pois para o seu cálculo são utilizados dados de rubricas da DR e do Balanço.

O ROE, como explicado no capítulo II, representa a rentabilidade do capital próprio, quanto maior for este valor, mais atrativa é a empresa para os investidores. Todas as empresas têm um valor positivo, salvo a EE, S.A. que apresenta um valor negativo, o que nos diz que o capital próprio da empresa não está a gerar lucros.

O ROA representa a rentabilidade dos ativos da empresa, ou seja, avalia a capacidade de os ativos totais gerarem lucros. O ROA bruto é calculado através do RO e ROA líquido através do RL, daí verificarmos que em todas as empresas mencionadas na tabela 2 o ROA bruto é superior ao ROA líquido, o que é previsível dado aos factos explicados anteriormente. No entanto todas elas apresentam valores positivos, à exceção da empresa EE, S.A., em que ambos os valores são negativos, o que significa que os seus ativos não estão a gerar lucros.

Depois de analisar todos os itens da tabela 2 verificamos que a atividade operacional das empresas em estudo está a funcionar corretamente, pois todas elas geram lucros, apenas a empresa EE, S.A. apresenta resultados negativos em todos os indicadores/rácios analisados, pelo que deve com urgência reavaliar as suas políticas.

8.2. Análise Financeira

O processo de análise patrimonial ou financeira, também conhecida como análise estática, é realizada através de dados retirados do Balanço da empresa (dados recolhidos numa determinada data, normalmente a 31 de dezembro de cada ano).

Os rácios apresentados de seguida foram calculados através de dados retirados de rubricas do balanço das empresas em estudo, há exceção do rácio ICR (índice de cobertura dos juros suportados) e Financial Leverage, que são rácios de natureza económico-financeiro em que também foram retirados dados de rubricas da DR, e do rácio da cobertura dos encargos financeiros (dados retirados da DR). Estes rácios apesar de conterem informações da DR, estão incluídos na tabela 3, dado que avaliam o risco patrimonial da empresa, deste modo faz sentido incluí-los na análise financeira das empresas.

Tabela 3

Indicadores Endividamento/Risco

Rácio/ Empresa	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,27	78,66	60,93
Endividamento LP (%)	23,12	14,26	46,72	28,06	45,36	30,02
Endividamento CP (%)	78,88	85,74	53,28	71,94	54,64	69,98
Estrutura do Endividamento	0,77	0,86	0,53	0,72	0,55	0,70
Autonomia Financeira (%)	35,72	61,89	42,10	24,73	21,34	39,07
Cobertura Encargos Financeiros	57,69	65,84	5,18	1,12	-0,37	1,09
ICR	79,31	80,94	6,60	3,44	-0,12	1,54
Debt to Equity Ratio	1,80	0,62	1,38	3,04	3,69	1,56
Tangibilidade do Ativo	0,19	0,14	0,09	0,30	0,08	0,01
Solvabilidade	0,56	1,62	0,73	0,33	0,27	0,64
Alavancagem Financeira	0,15	0,06	0,03	-0,01	-0,17	-0,05

Nota: Adaptado da Demonstração de Resultados e do Balanço Patrimonial de cada empresa

Na Tabela 3 são apresentados rácios de risco patrimonial, como o “Financial Leverage (Alavancagem Financeira)”, “Cobertura dos encargos financeiros” e “ICR” e os rácios mais relevantes, na análise do endividamento de uma empresa.

Para uma análise detalhada vamos analisar cada um dos rácios e comparar as empresas com a média do setor:

Endividamento Total, CP e MLP: o valor aceitável para o rácio do endividamento total é até aos 66%. Verificamos que as empresas EA, S.A., EB, S.A. e a EC, S.A., apresentam valores abaixo dos 66%, ou seja, são empresas robustas, menos suscetíveis a problemas externos e que cativam investidores. Já as empresas ED, S.A. e EE, S.A. apresentam valores acima dos 66%, o que significa que grande parte dos seus recursos pertence a credores, o que possibilita uma maior rentabilidade dos capitais próprios, no entanto, são empresas mais vulneráveis a fatores externos, por exemplo, a períodos de crises económicas, dado que têm muitos custos com a dívida e nestes períodos os níveis de faturação tendem a decrescer. Relativamente ao endividamento de MLP e CP, verificamos que a todas as empresas têm um nível de endividamento de CP superior ao de MLP, o que tende a causar uma grande pressão sobre a tesouraria.

Estrutura do Endividamento: como explicado no enquadramento teórico, este rácio deve apresentar valores o menor possível, dado que representa a proporção de capital alheio de curto prazo relativamente ao endividamento total. De acordo com os valores apurados nenhuma das empresas tem valores inferiores a 0,5, inclusive a média do setor. Apesar de todas elas terem valores aproximados da média do setor, o facto de terem valores superiores a 0,5 significa que a maioria dos capitais alheios são de curto prazo, à exceção da EC, S.A. e da EE, S.A. que aproximadamente metade dos seus capitais alheios são de curto prazo. Avaliando isoladamente este rácio, estes valores indicam que as empresas em estudo e as do setor estão expostas a uma grande pressão a nível de tesouraria.

Autonomia Financeira: este rácio permite-nos retirar exatamente as mesmas conclusões do rácio do endividamento total. Aqui podemos verificar a percentagem de CP das empresas e como podemos ver, todas elas, à exceção da ED, S.A. e da EE, S.A., apresentam valores superiores a 33%, tal como a média do setor, ou seja, estas empresas apesar de estarem maioritariamente dependentes de capital alheio, três delas pode-se considerar que têm um nível de capital próprio robusto.

Cobertura dos Encargos Financeiros: este rácio representa a margem de segurança relativa ao pagamento de juros, ou seja, deve ser sempre superior a 1, quanto maior for o valor melhor, tanto para a empresa como para os investidores. A empresa EA, S.A. e a EB, S.A. tem

valores elevados, ou seja, o seu RO é muito superior aos juros que têm a suportar. A EC, S.A. apesar de não apresentar um valor tão elevado, o seu RO consegue cobrir 5,18 vezes os juros suportados, pelo que não gera preocupações. A empresa ED, S.A. tem um valor pouco superior a 1, o que mostra que grande parte do seu RO serve apenas para cobrir os juros, no entanto, mesmo assim está acima da média do setor. No caso da EE, S.A. o valor é negativo, ou seja, o RO da empresa não é suficiente para cobrir os encargos financeiros. Avaliando apenas este rácio verificamos que o RO das empresas do setor praticamente apenas cobre os encargos financeiros.

ICR: semelhante ao rácio analisado anteriormente, este representa a capacidade de as empresas cobrirem o pagamento dos juros através do RE ao invés do RO. Pelo que, como seria expectável, as conclusões a tirar são equiparadas às do rácio anterior. Ou seja, verificamos que as duas primeiras empresas apresentadas na tabela 3 apresentam um elevado valor neste rácio, deste modo, não terão dificuldades em suportar os juros contraídos através do seu RE, as empresas EC, S.A. e ED, S.A., apesar de terem um valor muito mais baixo, também têm capacidade de suportar os juros, dado que o valor do EBITDA cobre aproximadamente 6 vezes os juros no caso da EC, S.A. e 3 vezes no caso da ED, S.A. A empresa EE, S.A. apresenta um valor negativo o que nos diz que o seu RE não consegue cobrir os juros que a empresa tem a suportar. A média do setor é preocupante, dado que, é pouco superior a 1, mostrando que em média o RE das empresas cobre pouco mais do que os juros.

Debt to Equity Ratio: o valor deste rácio nunca deve ser superior a 2. Verificamos que as primeiras três empresas da tabela 3 apresentam valores inferiores a 2, pelo que apresentam um valor de capitais alheios relativamente aos capitais próprios aceitável, tal como a média das empresas do setor. As últimas duas empresas da tabela 3 apresentam valores muito superiores a dois o que se traduz num excesso de endividamento.

Tangibilidade do Ativo: este rácio mostra-nos a quantidade de ativos fixos tangíveis da empresa, relativamente ao ativo. Todas as empresas apresentam valores muito inferiores a 1, o que significa que têm poucos ativos fixos tangíveis, no entanto, estão todas acima da média do setor. Analisando apenas este rácio, concluímos que estas empresas poderão ter dificuldades no acesso a créditos, pois têm poucos ativos fixos tangíveis e estes servem como garantia para os credores.

Solvabilidade: o valor mínimo recomendado para este rácio é 0,5, sendo a média do setor para este rácio de 0,64, estando, por isso, dentro dos valores recomendados. As empresas EA, S.A., EB, S.A. e EC, S.A., também apresentam um valor superior a 0,5, ou seja, segundo este indicador apresentam capacidade de solver as suas obrigações a M/L prazo. Já as empresas

ED, S.A. e EE, S.A. apresentam valores muito inferiores a 0,5, indicando que futuramente poderão vir a apresentar dificuldades em solver as obrigações, principalmente caso haja fatores macroeconómicos que causem um decréscimo nas vendas.

Alavancagem Financeira: Observando este rácio verificamos que todas as empresas estão pouco alavancadas, salientando-se a ED, S.A. e a EE, S.A. com valores negativos, tal como a média do setor. Estas empresas tendem a sofrer em termos de rentabilidade, pois a alavancagem pode colmatar necessidades de investimento e tesouraria.

Tabela 4

Indicadores de Liquidez

Rácio/ Empresa	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
LG	1,48	2,19	2,60	1	2,06	1,70
LI	0,23	0,62	0,12	0,01	0,00	0,48
LR	1,11	1,82	2,18	0,51	1,61	1,30

Nota: Adaptado do Relatório da Informa D&B, Lda., Rácios – Liquidez

A empresa *ED, S.A.* tem um rácio de LG igual a 1, o que é o valor perfeito para este indicador, pois significa que o ativo de curto prazo está a cobrir todos as obrigações de curto prazo. A LI é muito reduzida, pois o valor aconselhável é entre 0,4 e 0,5, isto significa que a empresa dispõe de poucos meios financeiros líquidos e poderá ter dificuldades em fazer face às obrigações do imediato. A LR está abaixo dos valores aconselháveis (entre 0,8 e 0,9), o que significa que a empresa tem demasiados inventários. Avaliando os três rácios concluímos que, a empresa pode não conseguir cumprir as suas obrigações, caso os inventários não se transformem em dinheiro no imediato.

Todas as outras empresas em estudo têm um valor de LG muito superior a 1, o que avaliando apenas este rácio nos mostra que há ativos de curto prazo a financiar ativos de longo prazo, ou seja, não cumprem a Lei do Equilíbrio Financeiro Mínimo (a maturidade das origens de fundos não corresponde com a vida útil dos ativos).

Os valores da LR de todas as outras empresas também são demasiado elevados e com diferenças muito significativas relativamente à LG, indicando a existência de muitos inventários, que podem demorar a transformar-se em meios financeiros líquidos.

Relativamente à LI esta deve ter valores entre 0,4 e 0,5, de forma a que as empresas consigam cumprir as suas obrigações imediatas, verificamos que todas as empresas à exceção da EB, S.A., têm uma LI muito reduzida, ou seja, tal como a *ED, S.A.*, caso não consigam

transformar os inventários em dinheiro no imediato, não vão conseguir cumprir com as suas obrigações imediatas.

A empresa EB, S.A., apresenta em todos os rácios de liquidez valores demasiado elevados, o que significa que tem meios financeiros líquidos que não estão a gerar rentabilidade, devendo estes ser investidos de forma a gerar mais valor à empresa.

Concluimos assim, que todas as empresas, com a exceção da EB, S.A., estão com problemas de liquidez e em risco de incumprimento, caso não consigam transformar os inventários em meios financeiros líquidos no imediato.

8.3. Indicadores Operacionais

Neste ponto vamos analisar os rácios operacionais de gestão (prazo médio de pagamentos e prazo médio de recebimentos) e de rotação (rotação do ativo; rotação das existências/inventários) das empresas em estudo.

Tabela 5

Rácios Operacionais De Gestão

Rácio/ Empresa	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
PMP (dias)	78	60	102	156	132	77,77
PMR (dias)	55	69	72	21	382	63,85

Nota: Adaptado do Relatório da Informa D&B, Lda., Rácios – Funcionamento

Analisando os rácios de gestão operacional das empresas em estudo, especificamente a diferença entre o PMP e PMR, é possível tirar as conclusões apresentadas de seguida.

Podemos verificar que a empresa EA, S.A. tem 23 dias para transformar as suas matérias-primas em inventários e para os vender, sem gerar insuficiência de tesouraria e consequentemente de liquidez.

Relativamente à empresa EB, S.A., o PMP é superior ao PMR (9 dias), o que não é o ideal para as empresas. Como a diferença é apenas de 9 dias, se as existências forem escoadas com facilidade, a empresa não apresentará problemas de tesouraria.

EC, S.A., o PMP desta empresa apresenta uma diferença de 30 dias relativamente ao PMR, um valor ideal, pois desta forma tem tempo para transformar a matéria-prima em produtos acabados e para os vender, desta forma, analisando apenas este rácio não terá problemas de tesouraria.

A empresa ED, S.A., apresenta uma diferença entre o PMP e o PMR de 135 dias, o que à primeira vista é bom para a empresa, no entanto, pode gerar problemas de confiança relativamente aos fornecedores. Olhando apenas para estes rácios esta empresa terá excedentes de tesouraria.

EE, S.A., das empresas em estudo, este é o valor mais preocupante, pois a diferença entre PMP e PMR apresenta um valor negativo elevado (-250 dias), ou seja, paga aos fornecedores 250 dias antes de receber dos clientes, o que provoca um défice de tesouraria e por consequência ausência de liquidez.

Tabela 6

Rácios Operacionais de Rotação

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
Rotação inventários	9,61	11,81	6,80	4,30	2,68	7,03
Rotação Ativo (%)	177,50	155,13	86,90	113,20	52,02	120,30

Nota: Adaptado do Relatório da Informa D&B, Lda., Rácios – Funcionamento

Verificamos que todas as empresas têm um valor de rotação de inventários positivo, o que significa, que parte dos inventários são convertidos em vendas. Quanto maior for este indicador, melhor, pois significa que existe uma gestão adequada das existências, o que permite uma maior liquidez (menos capital imobilizado). No entanto, se a rotação for muito elevada, há risco de rutura de stocks.

Comparando com a média do setor, concluímos que a empresa ED, S.A. e a EE, S.A. estão com valores muito abaixo da média, o que significa que têm inventários que não conseguem converter em vendas, ou porque são “monos” ou por haver uma má estratégia de vendas. Relativamente à empresa EA, S.A. e EC, S.A. estão com valores próximos da média, verificando-se uma boa estratégia de vendas. A empresa EB, S.A. tem um valor muito elevado, correndo o risco de rutura de stock.

Confrontando os valores da rotação do ativo com a média do setor:

- EA, S.A.: valor acima da média do setor, o que significa que a empresa é eficiente e tira proveito dos seus ativos.
- EB, S.A.: tal como a empresa anterior, esta também apresenta um valor elevado, ou seja, o seu ativo está a ser produtivo.

- EC, S.A.: valor muito abaixo da média do setor, o que é preocupante, pois diz-nos que a empresa não está a conseguir aproveitar os seus ativos como seria desejável.
- ED, S.A.: valor pouco abaixo da média do setor, o que não é preocupante, apesar de ser um pouco inferior, a ED, S.A. está a conseguir tirar proveito dos seus ativos;
- EE, S.A.: de todas as empresas em estudo, é a que apresenta um valor mais preocupante, uma vez que a diferença para a média do setor é de cerca de 50%. Significa que esta não está a conseguir uma adequada produtividade dos seus ativos.

9. Discussão dos Resultados Obtidos

Na P1 pretendíamos verificar a existência de uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o endividamento, ou seja, quanto maior a tangibilidade do ativo, maior o endividamento, pois Tiwari e Krishnankutty (2014) referem que os ativos tangíveis estão menos sujeitos às assimetrias de informação e são mais valiosos que os ativos intangíveis, dado que servem como garantia para os credores em caso de falência.

Verificamos que as empresas EA, S.A., EC, S.A., ED, S.A. e EE, S.A. validam a P1, ou seja, existe uma relação positiva entre a tangibilidade do ativo e o endividamento. Todas estas empresas apresentam um valor de tangibilidade do ativo superior à média do setor, tal como o valor do endividamento, à exceção da EC, S.A., no entanto a relação entre o valor do endividamento e da tangibilidade do ativo comprova a P1. A empresa EA, S.A. tem um elevado endividamento relativamente ao valor da tangibilidade do ativo, no entanto acaba por validar esta proposição, dado que a tangibilidade do ativo é bastante superior à média do setor. Estas empresas estão assim em conformidade com a Teoria de Trade-Off.

A empresa EB, S.A. refuta a P1, pois é a terceira empresa com mais ativos e a que tem menor endividamento. Por outro lado, a empresa EA, S.A. é a empresa com menos ativos fixos tangíveis e a que tem maior endividamento. Estas empresas estão de acordo com a Teoria de Pecking Order.

Tabela 7
Resumo Proposição 1

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
Tangibilidade do Ativo	0.19	0.14	0.09	0.30	0.08	0,01
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,27	78,66	60,93

Nota: Elaboração Própria

Na P2 é de esperar que o endividamento das empresas gere rentabilidade, ou seja, quanto maior o endividamento maior a rentabilidade, daí a rentabilidade se relacionar positivamente com o endividamento (Jensen & Meckling ,1976).

A empresa EE, S.A. contradiz a proposição, pois é a empresa com maior endividamento e a única que apresenta valores negativos em todos os indicadores/rácios de rentabilidade, deste modo, concluímos que esta empresa não é rentável e não está a gerir de forma adequada os seus recursos.

A empresa ED, S.A. apesar de ter valores positivos nos indicadores/rácios de rentabilidade, são valores demasiado baixos, dado que o nível de endividamento é muito elevado e é maioritariamente endividamento de curto prazo. Verificamos que o ROA líquido é extremamente baixo, o que sugere custos elevados com o capital externo, também verificamos isso quando verificamos que a diferença entre o EBIT e o EBT é muito elevada. Deste modo a empresa refuta a P2.

As empresas EA, S.A., EB, S.A. e EC, S.A. validam a proposição, pois os indicadores de rentabilidade são positivos. Isto diz-nos que as empresas gerem de forma adequada os seus ativos, ou seja, são empresas que se financiam em parte com capital alheio, no entanto, tiram proveitos dele. Destaca-se a empresa Viera que é a que tem um menor nível de endividamento e a que possui uma maior rentabilidade do ativo (ROA), mostrando que é uma empresa eficiente na gestão dos seus recursos.

A média do setor também valida a P2, dado que apresenta valores positivos de rentabilidade e um endividamento dentro do que é considerado aconselhável.

A empresa EA, S.A., EB, S.A. destacam-se pelo elevado valor da rentabilidade do Capital Próprio, tal como a média do setor, tornando-as empresas atrativas para os investidores, facilitando o acesso a capital alheio e a capital alheio com menores custos.

Tabela 8
Resumo Proposição 2

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
EBITDA (€)	3 069 794	4 265 512	928 094	326 881	-51 713	80 767
EBIT (€) (RO)	2 232 960	3 469 687	728 367	1 063 083	-157 352	57 047
EBT (€)	2 194 255	3 416 985	587 761	113 603	-587 468	52 500
RL (€)	1 644 341	2 543 718	425 789	201 160	-618 387	39 731
ROE (%)	17,86	11,91	5,07	1,21	-19,25	11,33
ROA bruto (%)	8,66	10,05	3,65	1,58	-1,05	6,36
ROA Líq. (%)	6,38	7,37	2,13	0,30	-4,11	4,43
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,11	78,86	60,93

Nota: Elaboração Própria

Relativamente à P3 é esperado que quanto maior for a dimensão da empresa, maior seja a sua capacidade de endividamento total. Titman & Wessels (1988), Harris & Raviv (1991) e Rajan & Zingales (1995) concluíram que, tipicamente, grandes empresas têm um maior endividamento de M/L prazo e pequenas empresas maior endividamento a curto prazo.

As empresas EA, S.A., EB, S.A., EC, S.A. e ED, S.A. validam a P3. Uma vez que a EC, S.A. e a ED, S.A. são grandes empresas, estas têm maior facilidade no acesso ao capital alheio. No caso da empresa EA, S.A., ainda que a mesma seja considerada uma média empresa, esta apresenta um volume de negócios de 45,8 M de euros, ou seja, superior a algumas grandes empresas, como por exemplo à EC, S.A., o que facilita o acesso ao capital alheio. Por sua vez, a EB, S.A. também é uma média empresa com um elevado volume de negócios, pelo que não terá dificuldades no acesso a capital externo, apesar de ter um valor de endividamento baixo

relativamente às restantes empresas. No entanto seria de esperar que estas empresas tivessem um endividamento de L/M prazo superior ao endividamento de CP, o que não acontece. A média do setor também valida a P3, dado que 91,82% das empresas do setor são microempresas. É de salientar que apesar das grandes e médias empresas representarem apenas 8,18% do setor, têm um grande impacto quando se trata de valores médios.

A empresa EE, S.A. refuta a P3, dado que é a empresa com maiores níveis de endividamento e a que tem menor volume de negócios, além disso é a segunda empresa que tem uma menor diferença entre o endividamento de CP e de M/L prazo, sendo que era espectável que o endividamento de CP desta empresa fosse o mais elevado.

Titman & Wessels (1988) demonstram a existência de uma relação negativa entre o risco e a dívida, sendo de esperar que quanto menor o risco, maior o endividamento. Deste modo na P4 pressupõe-se que existe uma relação negativa entre o risco e o endividamento, dado que empresas com elevado risco têm maiores dificuldades na obtenção de capital alheio e custos mais elevados, ou seja, é de esperar que as empresas com menor risco tenham maiores níveis de endividamento.

De forma a avaliar o risco das empresas vamos analisar o rácio da cobertura dos encargos financeiros e o ICR, que como vimos anteriormente são dois rácios semelhantes, que refletem a capacidade das empresas cobrirem o pagamento dos juros, no ICR através do Resultado de exploração e no rácio da cobertura dos encargos financeiros através do Resultado Operacional.

Tabela 9
Resumo Proposição 3

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
Volume de Negócios (€)	45,8 M	53,5 M	17,3 M	76,3 M	7,8 M	10 000 M
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,11	78,86	60,93

Nota: Elaboração Própria

Todas as empresas, tal como a média do setor, à exceção da EE, S.A., validam a P4, dado que todas elas apresentam endividamento, no entanto, todas elas com valores superiores a 1 nos rácios calculados, o que significa que não apresentam risco de incumprimento no

pagamento aos seus credores. No entanto, é de notar que a empresa ED, S.A. apresenta níveis de endividamento elevados e a cobertura dos encargos financeiros é pouco superior a 1, deste modo poderá ter dificuldades na obtenção de capital alheio no futuro.

A empresa EE, S.A. não valida a P4, dado que tem um elevado endividamento e um elevado risco, os rácios de risco apresentam valores negativos, ou seja, esta empresa, não consegue fazer face aos juros suportados, como explicado anteriormente para conseguir pagar os juros o rácio da cobertura dos encargos financeiros teria de ser igual a 1. Concluimos que a EE, S.A. corre um risco significativo de insolvência.

A alavancagem financeira segundo Gitman (2010, p. 476), pode ser definida como “o uso potencial de custos financeiros fixos para ampliar os efeitos de variações no lucro antes de juros e imposto de renda sobre o lucro por ação.” Marschner, Dutra e Cerreta (2019) dizem que um rácio reduzido é preocupante em empresas que apresentam um elevado índice de endividamento, dado que objetivo da alavancagem financeira é gerar um melhor resultado operacional através do aumento de capital alheio.

Verificamos que todas as empresas estão pouco alavancadas, sendo que a ED, S.A., a EE, S.A. e a média do setor têm valores negativos, concluindo assim que o setor têxtil não está a usufruir do capital alheio para criar mais valor às empresas.

Tabela 10
Resumo Proposição 4

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
Cobertura dos Encargos Financeiros	57,69	65,84	5,18	1,12	-0,37	1,09
ICR	79,31	80,94	6,60	3,44	-0,12	1,09
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,27	78,86	60,93

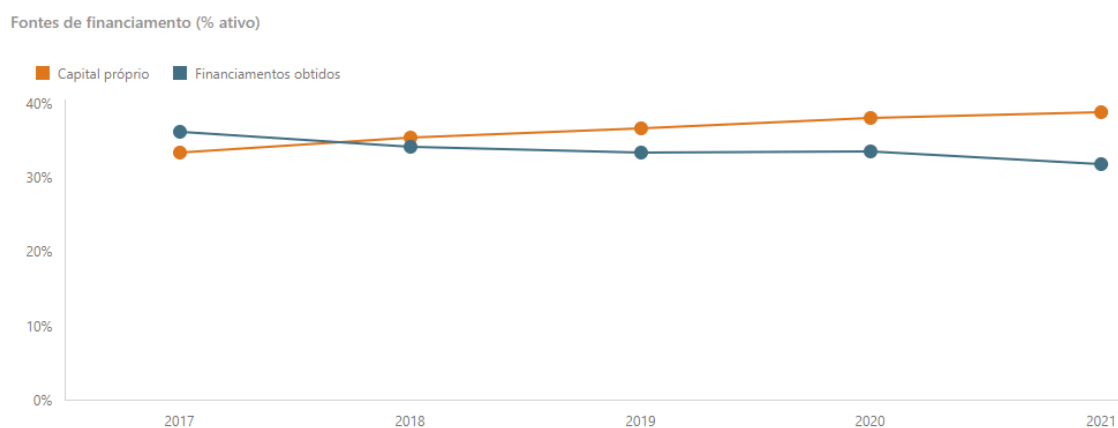
Nota: Elaboração Própria

Segundo os dados fornecidos pelo Banco de Portugal relativos ao setor têxtil na P5 espera-se uma relação negativa entre o setor têxtil e o endividamento. Neste caso espera-se que as empresas estejam demasiado dependentes da dívida. Na figura seguinte podemos verificar as fontes de financiamento em Portugal em percentagem do ativo.

A P5 é validada por todas as empresas em estudo, incluindo pela média do setor, os valores do endividamento são muito elevados comparando com a média das empresas em Portugal, inclusive valida também o estudo de Rodrigues (2017), pois verificamos que todas as empresas têm um valor elevado de endividamento de CP.

Figura 9

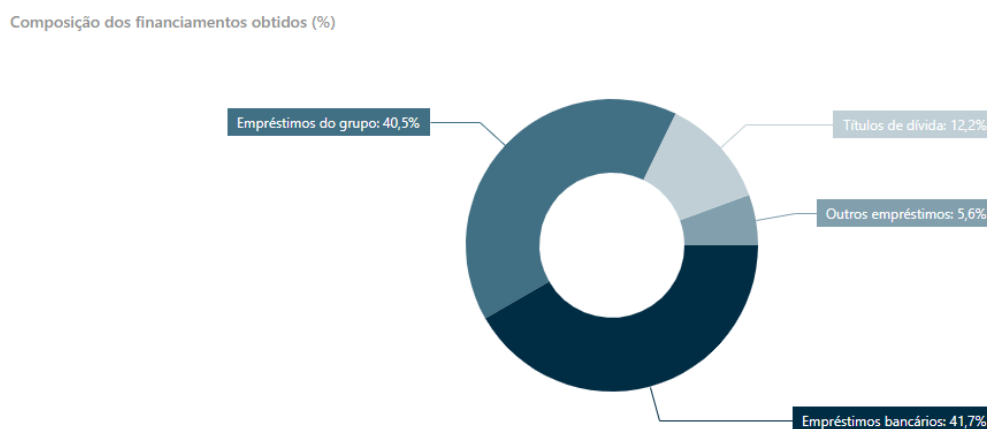
Fontes de Financiamento (% Ativo) em Portugal



Nota: Banco de Portugal, Quadros do Setor

Figura 10

Composição dos Financiamentos Obtidos (%) em Portugal



Nota: Banco de Portugal, quadros do setor

Na P6 é esperado que as empresas com maior liquidez tenham níveis de endividamento menores, dado que quanto maior for a liquidez, maior o CP e menor a necessidade do recurso ao capital alheio (Ozkan,2001). Além de menor necessidade, as empresas com maior liquidez apresentam mais facilidade e custos inferiores na aquisição de financiamentos.

A empresa EA, S.A., EB, S.A., EC, S.A. e a média do setor validam a P6, pois todas elas têm um valor de endividamento total inferior a 66% (valor máximo recomendado) e os rácios de liquidez elevados.

A empresa ED, S.A. e EE, S.A. também validam a P6, dado que, são as empresas mais endividadas e as únicas que apresentam problemas a nível de liquidez. A liquidez geral de ambas está dentro do expectável, no entanto verificamos que os valores da LI são zero ou muito próximos de zero, significando que estas empresas não são capazes de cobrir os seus custos imediatos.

Tabela 11
Resumo Proposição 6

Rácio/Emp	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
LG	1,48	2,19	2,60	1	2,06	1,70
LI	0,23	0,62	0,12	0,01	0,00	0,48
Endividamento Total (%)	64,28	38,11	57,90	75,27	78,86	60,93

Nota: Elaboração Própria

Depois de analisar cada uma das proposições verificamos que a maioria das empresas validou todos as proposições, podemos assim concluir que todas as proposições foram validadas, ou seja, verifica-se que os determinantes da estrutura de capital estão relacionados com o Endividamento das empresas.

Tabela 12*Síntese dos Resultados*

Proposição/Empresa	EA, S.A.	EB, S.A.	EC, S.A.	ED, S.A.	EE, S.A.	MÉDIA SETOR
P1	Valida	Não valida	Valida	Valida	Valida	Valida
P2	Valida	Valida	Valida	Não valida	Não valida	Valida
P3	Valida	Valida	Valida	Valida	Não valida	Valida
P4	Valida	Valida	Valida	Valida	Não valida	Valida
P5	Valida	Valida	Valida	Valida	Valida	Valida
P6	Valida	Valida	Valida	Valida	Valida	Valida

Nota: Elaboração Própria

Capítulo VII

Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros

Sumário

10. Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros

Capítulo VII - Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros

10. Conclusões, Limitações do Estudo e Sugestões para Estudos Futuros

Esta dissertação de Mestrado teve como principal objetivo, relacionar a relevância dos determinantes da estrutura de capital no endividamento do setor de atividade da indústria têxtil em Portugal.

Assim sendo, a metodologia selecionada para obter o objetivo referido, foi o estudo de caso múltiplo ou comparativo que, por sua vez, permitiu caracterizar o desempenho económico-financeiro das empresas em estudo. Para se atingirem o objetivo deste estudo, para além do enquadramento teórico e da caracterização do setor, foram determinados os resultados dos indicadores / rácios económicos, financeiros, económico-financeiros e de atividade das empresas em estudo e da média do setor de atividade no ano 2021.

Posto isto, tendo como base a bibliografia consultada, esta dissertação iniciou-se com uma revisão de literatura onde, para além de ter sido exposto um breve enquadramento teórico, foram apresentadas as principais teorias relativas à estrutura de capital, assim como uma análise económico-financeira, onde foram descritos os principais indicadores associados à análise de desempenho empresarial. Por fim foram explicados os determinantes da estrutura de capital, considerando diversos autores de referência. No capítulo seguinte, foi apresentada a caracterização do setor da indústria têxtil em Portugal.

De seguida foram apresentados o objetivo, as proposições e a caracterização da amostra e da base de dados em estudo.

Posteriormente, foram analisados e discutidos os resultados obtidos na investigação, sobre os quais se concluíram os aspetos que serão referidos seguidamente.

Concluimos que as empresas em estudo são muito dependentes de capital alheio, principalmente de curto prazo. Verificamos, através da diferença entre o EBIT e o RAI, que todas elas tal como a média do setor suportam elevados custos relativos a encargos financeiros, o que implica que em períodos de recessão podem vir a sofrer dificuldades, dado que nestes períodos a faturação das empresas tende a ser menor e os custos fixos mantêm-se. Mais preocupante é o facto de as empresas estarem pouco alavancadas, ou seja, o capital alheio não está a gerar melhores resultados operacionais.

Apesar do CA não estar a gerar melhores resultados operacionais, concluímos através dos indicadores e rácios de rentabilidade (ROA; ROE; RL) que todas as empresas estão a gerar lucros, à exceção da EE, S.A. que apresenta resultados negativos.

Apuramos que este setor de atividade, assim como as empresas em estudo, têm um risco reduzido, dado que são empresas de grande e média dimensão, o que explica a facilidade de acesso a capital alheio com custos menores, à exceção da EE, S.A. que apresenta um elevado risco de negócio.

Apesar de ser expectável que as empresas com mais ativos fixos tangíveis tenham maior endividamento, devido às garantias que estes dão aos credores, este facto apenas se provou em algumas empresas.

Foram também analisados os indicadores operacionais das empresas, apesar de não ser um objetivo do estudo, é relevante perceber o ciclo operacional da empresa de forma a compreender melhor os aspetos económico-financeiros das mesmas. Através deles confirmamos que o PMP é superior ao PMR em 3 das empresas e no setor, o que revela que estas empresas à partida não terão problemas de insuficiência de tesouraria, à exceção da empresa EB, S.A. e da EE, S.A.

Relativamente à rotação dos inventários e do ativo, todas elas têm valores positivos, o que revela que conseguem transformar os inventários em vendas e que tiram proveito dos ativos. Como em todos os outros aspetos, a empresa EE, S.A., apesar de valores positivos, tem valores extremamente baixos, ou seja, está com dificuldades em converter os inventários em vendas e em tirar o melhor proveito dos ativos.

A principal limitação enfrentada nesta dissertação deve-se ao facto de ser uma amostra pequena e apenas focada no setor têxtil, dificultando a generalização dos resultados obtidos.

Em trabalhos futuros, propõe-se que este estudo seja efetuado a uma amostra mais ampla, compreendendo empresas de outros setores, e a inclusão de outras variáveis, por exemplo a taxa de crescimento.

A relevância do presente estudo torna-se evidente quando consideramos os grandes desafios que as empresas enfrentam atualmente, devido à constante mudança e volatilidade do mercado nos últimos anos, em que as empresas tiveram de lidar com fatores externos inesperados, como a Covid-19 e a Guerra na Ucrânia. Deste modo, é cada vez mais importante que os empresários tenham conhecimentos económicos e financeiros, de forma a tomarem decisões conscientes sobre a forma de financiamento das suas empresas.

Referências Bibliográficas

Referências Bibliográficas

- Abrantes, C. (2013). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas do Setor da Hotelaria*. Dissertação de Mestrado, Universidade da Beira Interior. Ciências Sociais e Humanas, Portugal.
- Altman, E.I. 1984. *A further empirical investigation of the bankruptcy cost question*. The Journal of Finance, 39(4), 1067-1089.
- Amin, Q. A., & Williamson, T. (2021). *Firms cash management, adjustment cost and its impact on firms' speed of adjustment: a cross country analysis*. Review of Quantitative Finance and Accounting, 56(1), 53-89.
- Andrezo, A. F., & Lima, I. S. (2006). *Introdução ao mercado financeiro*. In *Curso de mercado financeiro: tópicos especiais*.
- Antão, P. & Bonfim, D. (2008). *Decisões das Empresas Portuguesas sobre Estrutura de Capital*. Relatório de Estabilidade Financeira. Banco de Portugal. 187-206.
- Azevedo, R. (2013). *Determinantes da estrutura de capital nas micro e pequenas empresa na região de Trás-os-Montes e alto douro*. Instituto Politécnico de Bragança.
- Baker, M., & Wurgler, M. (2002). *Market Timing and Capital Structure*. The Journal of Finance, 57 (1), 1-32.
- Banco de Portugal (2023). Quadros do setor.
- Baptista, M., & Andrade, P. (2004). *Organizações Desportivas: Um Contributo para uma Nova Atitude*. Revista *POVOS e Culturas*, 9, *Cultura e Desporto*, Centro de Estudos dos Povos e Culturas de Expressão Portuguesa. Universidade Católica Portuguesa, 81-120.
- Baptista, M., & Andrade, P. (2009). *Estudo sobre o (des)equilíbrio financeiro da primeira década do Sporting: Sociedade Desportiva de Futebol, SAD*. Revista Portuguesa de Ciências do Desporto, 133-142.
- Bharath, S.T., Pasquariello, P. and Wu, G. (2009). "Does asymmetric information drive capital structure decisions". Review of Financial Studies, 22 (8), 3211-3243.

- Bradley, M., Jarrell, G. A., & Kim, E. H. (1984). *On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence*. *The Journal of Finance*, 39, 857-878.
- Brealey, R. A., Myers, S. C. & Marcus, A. J. (2001). *Fundamentals of Corporate Finance*. United States of America: McGraw-Hill Companies, Inc, 3.
- Brealey, R. and S. Myers (1992). *Princípios de Finanças Empresariais*. McGraw-Hill de Portugal, 3.
- 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* McGraw-Hill, 8.
- Brigham, E. F. (2008). *Financial Management: theory and practice*. Thomson South-Western.
- Brigham, E. F. e Houston, J. F. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. São Paulo, Campus.
- Cardoso, J. (2013). *Alterações na estrutura de financiamento empresarial: consequências*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Gestão registada à Universidade de Aveiro.
- Chen Y., Sensini L. & Vazquez M. (2021). *Determinants of Leverage in Emerging Markets*. Empirical Evidence.
- Chittenden, F., Poutziouris, P., & Michaelas, N. (1999). *Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SMEs: Empirical Evidence from Company Panel Data*. *Small Business Economics*, 12(1992), 113–130.
- Código do Trabalho - Edições Almedina, SA
- Costa, D. (2015). *Estrutura de capitais micro e pequenas empresas setor comercial*. Universidade Católica Portuguesa.
- Costa, S., Laureano, M. S. R. e Laureano, M. S. L. (2014). *The debt maturity of Portuguese SMEs: the aftermath of the 2008 financial crisis*, *Procedia*. *Social and Behavioral Sciences*, 150, 172-181.

- Dalwai, T., Mohammadi, S.S., Najaf, D. & Al-Yaarubi, A.S. (2020). *Determinants of capital structure: an empirical evaluation of Oman's tourism companies*. Journal of Tourism & Hospitality Reviews, 7(1), 1-10.
- Diamant, P., & Winstroem, A. (2020). *The Swedish Capital Structure Puzzle - An econometric analysis of the pecking order and static Trade-Off predictions on the choice of leverage for private and high-growth firms in Sweden*.
- Direção geral das Atividades económicas (DGAE). *Competitividade, 2022*, disponível em: <https://www.dgae.gov.pt/servicos/politicaempresarial/competitividade.aspx>, consultado a 20/02/2023.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*. Graduate School of Business.
- Donaldson, G. (2000). *Corporate Debt Capacity. A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity*, Beard Books
- Duran, M. M., & Stephen, S.-A. (2020). *Internationalization and the capital structure of firms in emerging markets: Evidence from Latin America before and after the financial crisis*. International Business and Finance, 54.
- Durand, D. (1952). *Costs of Debt an Equity Funds for Business*. Trends and Problems of Measurement. 215-258.
- Durand, D. (1959). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Comment*. The American Economic Review, 49(4), 639-655
- Elliott, J., Morse, D., & Richardson, G. (1984). *The Association Between Insider Trading and Information Announcements*. Journal of Economics, 15, 521-535.
- Esperança, J. P. & Matias, F. (2009). *Finanças Empresariais*. Texto editora,2.
- Fama, R. e Kayo, K. (1997). *Teoria da agência e crescimento: Evidências empíricas dos efeitos positivos e negativos do endividamento*. Caderno de pesquisas em Administração, 2 (5), 1-8.
- Fernandes, C. P. (2016). *Análise Financeira: teoria e prática*. Edições Sílabo.

- Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E. & Neiva, J. (2012). *Análise Financeira – Teoria e Prática*. Edições Sílabo.
- Fortin, M. (2006). *Fundamentos e etapas do processo de investigação*. Lusociência.
- Frank M. Z. and Goyal, K.V. (2007). *Capital structure decisions: which factors are reliably important?* Working Paper.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). *Capital Structure Decisions: Which Factors are Reliably Important?* Financial Management.
- G20/OECD INFE (2017). *Report on adult financial literacy in G20 Countries*. OECD Publishing.
- Gama, A. (2000). *Os Determinantes da Estrutura de Capital das PME's Industriais Portuguesas*. Associação da Bolsa de Derivados do Porto.
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). *The Capital Structure of Swiss Companies: an Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data*. European Financial Management, 11 (1), 51- 69.
- Gaud, P.; Jani E.; Hoesli, M. and Bender, A. (2003). *The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data*. European Financial Management, 11(1), 51-69.
- Gitman, J. (2010). *Princípios de Administração Financeira*. Pearson.
- Gitman, L. J. & Madura. (2003). *Administração Financeira: Uma abordagem Gerencial*. Addison Wesley.
- Gomes, R. (2012). *A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos*. Economia e Empresas, (14), 119-143.
- Gomes, R. (2013). *A hierarquia dos determinantes da estrutura de capital em empresas portuguesas*. Dissertação de Mestrado em Contabilidade e Finanças registada ao Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto.
- Gomes, S. M. V. (2021). *Impacto da Covid-19 na estrutura de capitais: Um caso para as empresas cotadas na bolsa de valores Euronext*. Dissertação de Mestrado, Instituto

Superior de Economia e Gestão da Universidade de Lisboa, Repositório da Universidade de Lisboa.

- Hall, G. C., Hutchinson, P. J., & Michaelas, N. (2004). *Determinants of the capital structures of European SMEs*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(5,6), 711–728.
- Hansen, Robert S., John M. Pinkerton, and Arthur J. Keown. 1985. *On Dividend Reinvestment Plans: The Adoption Decision and Stockholder Wealth Effects*. *Review of Business and Economic*.
- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & Silva, S. R. (2018). *Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas Brasileiras: Uma Análise Empírica das Teorias de Pecking Order e Trade-Off no Período de 2005 e 2014*. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 17(1), 130–144.
- Henry, E., Robinson, T. R., e Van Greuning, J. H. (2011). *Financial analysis techniques*. *Financial reporting analysis*, 327-385.
- Hoji, M. (2004). *Administração Financeira*. Atlas, 5.
- Informa D&B (2023). *Serviços de Gestão de Empresas*, Lda.
- Jagels, M. G. & Coltman, M. M. (2004). *Hospitality Management Accounting*. John Wiley & Sons, Inc, 8.
- Jensen, Michael e Meckling, William (1976), *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*, 3, (4), 305-360.
- Kim, H., (1978). *A mean-variance theory of optimal capital structure and corporate debt capacity*. *Journal of Finance*, 33 (1), 45-63.
- Klein, L.S., O'Brien, T.J. & Peters, S.R. (2002). *Debt vs equity and asymmetric information: a review*. *Financial Review*, 37 (3), 317-349.
- Kraus A & Litzenberger R. 1973. *A state-preference model of optimal leverage*. *Journal of Finance*, 28(4), 911–920.
- Leland, H. E., & Pyle, D. (1977). *Informational Asymmetries, Financial Structure, and*. *The Journal of Finance*, 32 (2), 371-387.

- Lisboa, I. (2019). *Capital Structure Choices and Exports: The Case of the Portuguese Mold Industry*. Australasian Accounting Business & Finance Journal, 13(4), 23-45.
- Magerakis, E., Gkillas, K., Tsagkanos, A., & Siriopoulos, C. (2020). *Firm size does matter: New evidence on the determinants of cash holdings*. Journal of Risk and Financial Management, 13(8), 163.
- Marschner, F., Dutra, R. & Ceretta, S. (2019). *Alavancagem Financeira e Rentabilidade nas Empresas Brasileiras Listadas na B3*. Revista Universo Contábil, 15 (2), 44- 58.
- Martins, A. (2004). *Introdução à Análise Financeira de Empresas*. Grupo Editorial Vida Económica, 2.
- Matarazzo, D. C. (1998). *Análise financeira de balanços*. Atlas, 5.
- Matias, F., & Serrasqueiro, Z. (2017). *Are there reliable determinant factors of capital structure decisions? Empirical study of SMEs in different regions of Portugal*. Research in International Business and Finance, 40, 19-33.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*. The American Economic Review, 48 (3), 261-297.
- Moreira, P., & Sousa, J. (2004). *Saber Investir - O Guia Prático da Poupança* (2ª ed.). Edideco.
- Mota, A., Inácio, L., Barroso, D., Ferreira, A., Nunes, P. & Oliveira, L. (2020). *Finanças da Empresa, Teoria e prática*. Edições Sílabo, 6.
- Mota, C., Trindade, A. & Silva, E. (2017). *Literacia do depositante e disciplina do risco bancário: Contributos de um inquérito on-line*. Journal of Finance, Management and Accounting, 3 (5), 139.
- Mota, G., & Custódio, C. (2008). *Finanças da empresa: Manual de informação, análise e decisão financeira para executivos*. Enomics, 4.
- Musah, M., & Agyemang, A. (2019). *The Nexus between Asset Tangibility and Firms' Financial Performance: A Panel Study of Non-Financial Firms Listed on the Ghana Stock Exchange (GSE)*. European Academic Research, 7(1).
- Myers, C. (1984). *The capital structure puzzle*. Journal of Finance, 39 (3), 575- 592.

- Myers, S. C. (1977). *Determinants of Corporate Borrowing*. Journal of Financial Economics 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (2001). *Capital Structure*. The Journal of Economic Perspectives, 5(2), 81-102.
- Myers, S. C., & Majluf, N. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that investors do not have*. Journal of Financial Economics.
- Nabais, C. & Nabais, F. (2011). *Prática Financeira I: Análise Económica & Financeira*. Lidel, 6.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2004). *Prática Financeira: Análise Económica e Financeira.*: Lidel - Edições Técnicas.
- Neves, J. (2004) - *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. Texto Editora.
- Neves, J. (2005). *Análise financeira*. Atlas, 1.
- Neves, J. (2007). *Análise financeira: Técnicas Fundamentais*. Texto Editora.
- Neves, J. (2012). *Análise e Relato Financeiro: Uma Visão Integrada de Gestão*. Texto Editores, 6.
- Noulas, A. & Genimakis, G. (2011). *The Determinants of capital structure choice: evidence from greek listed companies*. Applied Financial Economics, 21 (6), 379-387.
- Novo, A. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial. Aveiro, Universidade de Aveiro. Mestrado em Gestão de Operações e Logística.
- Orlova, S., Joel, H., & Li, Sun. (2020). *Determinants of capital structure complexity*. Journal of Economis and Business, 110.
- Ozkan, A. (2001). *Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data*. Journal of Business Finance & Accounting, 28 (1), 175- 298.
- Pamplona, E., Silva, T. P., & Nakamura, W. T. (2021). *Determinantes da estrutura de capital de empresas industriais brasileiras nos períodos de prosperidade e crise econômica*. Reflexão Contábil, 40(2), 135–152.

- Panova, E. (2020). *Determinants of capital structure in Russian small and medium manufacturing enterprises. Equilibrium. Quarterly Journal of Economics and Economic Policy*, 15(2), 361–375.
- Peixoto, A. (2017). *A estrutura de capital da indústria hoteleira em Portugal: hotéis de 4 e 5 estrelas*. Instituto Politécnico de Lisboa.
- Penman, S. (1982). *Insider trading and the dissemination of firm's forecast information. Journal of Business*, 55, 479-504.
- Pettit, R., & SINGER, R. (1985). *Small Business Finance: A Research Agenda*". *Financial Management*, 14 (3), 47–60.
- Peyrard, J. (1992). *Gestão Financeira com Exercícios*. Dom Quixote.
- Pinho, C. S., & Tavares, S. (2012). *Análise Financeira e Mercados*. Áreas Editora, 2.
- Plano Estratégico Têxtil (2020). *Projetar o Desenvolvimento da Fileira Têxtil e Vestuário até 2020*.
- Proença, P. (2012). *Determinants of Capital Structure and Financial crisis impact: Evidence from portuguese SMEs*. Dissertação de Mestrado, Instituto Universitário de Lisboa, Portugal.
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). *Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(C), 148–160.
- Rao P., Kumar S., Chavan M. & Lim W.M. (2021). *A systematic literature review on SME financing: Trends and future directions*. *Journal of Small Business Management*.
- Rebelo, S. C. F. (2003). *A Estrutura de Capital e o Ciclo de Vida das Empresas*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Universidade do Algarve.
- Riahi-Belkaoui, A. (1999). *Capital Structure: Determination, Evaluation, and Accounting*. Westport, CT, Quorum Books.
- Ripamonti, A. (2020). *Instituições financeiras, informação assimétrica e ajustes na estrutura de capital*. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 77, 75-83.

- Rodrigues, F. (2013). *O Market Timing na estrutura de capital das empresas Portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia do Porto, Portugal.
- Rodrigues, J. P. (2017). *Determinantes da Estrutura de Capital: Uma análise empírica aplicada ao setor do vestuário em Portugal*. Dissertação de mestrado em Contabilidade e Finanças, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto, Porto.
- Rogão, M. C. (2006). *Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência usando modelos de dados em painel*. Dissertação para obtenção de Grau de Mestre registada à Universidade da Beira, Covilhã.
- Ross, S. A. (1977). *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40.
- Ross, S., Westerfield, R. e Jaffe, J. (2002). *Administração Financeira: Corporate Finance*". Tradução de António Zoratto: Atlas.
- Sehrish, Butt, Khan, Zeeshan Ahmad e Nafees, Bilal (2013). *Static Trade-Off theory or Pecking order theory which one suits best to the financial sector: Evidence from Pakistan*. *European Journal of Business and Management*, 5(23).
- Semedo, G. (2015). *Teorias da estrutura de capital das empresas: uma aplicação às empresas portuguesas cotadas na euronext Lisboa*. Instituto Superior de Gestão.
- Serrasqueiro, Z. & P. Nunes (2008). *Determinants of Capital Structure: Comparison of Empirical Evidence from the use of Different Estimators*. *International Journal of Applied Economics*, 5(1), 14-29.
- Serrasqueiro, Z., Armada, M. & Nunes, P. (2011). *Pecking Order Theory versus Trade-Off Theory: are servisse SMEs capital structure decisions diferente*. *Springer Link Journals*, 5 (4), 381-409.
- Serrasqueiro, Z., Matias, F. e Salsa, L (2016). *Determinants of capital structure; New evidence from portuguese small firms*. *Dos Algarves: A Multidisciplinarye-Journal*, 28, 13-28.
- Silva, S. (2012). *Estrutura de capitais: Teste às teorias do Trade-Off versus pecking order*. Universidade do Minho.

- Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*.
- Stiglitz, J. (1969). *A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem*. American Economic Review, 59(5), 784-793.
- Tavares, F. A. (2002). *Avaliação de Acções, O Modelo do Cash-Flow*. Vida Económica.
- Teixeira, N., & Pardal, P. (2005). *A Viabilidade Económica e a Capacidade de Autofinanciamento*. Revista da CTOC, 69.
- Teixeira, N., & Parreira, J. (2014). *Determinantes da estrutura de capitais do sector das tecnologias de informação*. Escola Superior de Ciências Empresariais do Instituto Politécnico de Setúbal.
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). *The determinants of Capital Structure Choice*. The Journal of Finance.
- Tiwari, A. K., & Krishnankutty, R. (2014). *Determinants of capital structure: comparison of empirical evidence for the use of different estimators*. Theoretical and Applied Economics, 21 (12), 63-82.
- Turkki, T. (2021). *The effects of COVID-19 on the capital structure of European companies*. Bachelor's Degree, University School of Business.
- Vaz, R. (2015). *Determinantes da estrutura de capitais, o caso do sector do calçado*. Universidade Católica Portuguesa.
- Warner, J., (1977). *Bankruptcy Costs: Some Evidence*. The Journal of Finance, 32(2), 337-347.
- Westerlund, A. (2020). *Capital structure and firm performance – Evidence from European listed firms*. André Westerlund. Department of Finance and Economics. Hanken School of Economics. Repository of the University of Helsinki.
- Yulianto, A. (2022). *Sensitivity of Size-Measure in Firm-Life Cycle Theory: Total Asset vs Total Sales*. Journal Dinamika Manajemen, 13(1), 45-52.

Anexos

Anexos

Anexo 1. Demonstração de Resultados EA, S.A.

Demonstração dos resultados por naturezas			
Rendimentos e gastos	2021	2020	Média do setor 2021
Vendas e serviços prestados	45 751 136,63	29 158 907,70	1 079 228,79
Subsídios à exploração	41 689,37	26 737,50	15 122,36
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. conj.	0,00	0,00	1821,06
Variação nos inventários da produção	588 563,37	1 301 601,34	9 777,24
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	355,65
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	16 204 331,15	10 589 502,15	356 468,71
Fornecimentos e serviços externos	23 020 647,71	14 037 681,31	387 643,47
Gastos com o pessoal	4 139 353,31	3 468 693,98	288 014,71
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	0,00	0,00	-505,50
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	0,00	0,00	660,91
Provisões (aumentos / reduções)	0,00	0,00	-254,97
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	26,41
Outras imparidades (perdas / reversões)	0,00	0,00	147,27
Aumentos / reduções de justo valor	-13,31	0,00	260,66
Outros rendimentos e ganhos	97 559,63	102 155,22	14 452,52
Outros gastos e perdas	44 809,30	49 961,76	8 049,93
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	3 069 794,22	2 443 562,56	80 767,35
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	836 833,91	815 467,99	23 720,40
Imparidade invest. deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	2 232 960,31	1 628 094,57	57 046,95
Juros e rendimentos similares obtidos	11 758,55	19 045,12	150,93
Juros e gastos similares suportados	50 463,86	43 640,28	4 697,57
Resultado antes de impostos	2 194 255,00	1 603 499,41	52 500,31
Imposto sobre o rendimento do período	549 913,96	398 385,58	12 768,87
Resultado líquido do período	1 644 341,04	1 205 113,83	39 731,44

Anexo 2. Rácios de Atividade EA, S.A.

Rácios			
	2021	2020	Média do setor 2021
Funcionamento			
Rotação de inventários	9,61	6,37	7,03
Prazo médio de recebimentos (dias)	54,74	64,60	63,85
Prazo médio de pagamentos (dias)	77,87	102,72	77,77
Rotação do ativo (%)	177,50	130,72	120,30

Anexo 3. Balanço Patrimonial EA, S.A.

Balanço			
A contabilidade encontra-se organizada conforme			NCRF's
Rubricas	2021	2020	Média Total do
Ativo			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	5 005 245,72	4 847 927,16	182 006,97
Propriedades de investimento	0,00	0,00	5 815,99
Goodwill	0,00	0,00	1 538,07
Ativos intangíveis	30 888,38	79 518,59	4 454,53
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - método da equivalência	0,00	0,00	14 372,65
Participações financeiras - outros métodos	1 038 140,00	0,00	5 436,38
Acionistas / sócios	0,00	1 038 140,00	15 605,52
Outros ativos financeiros	790 261,56	928 489,48	10 842,53
Ativos por impostos diferidos	0,00	246 749,39	3 680,49
Investimentos financeiros	0,00	0,00	2 380,87
Total do ativo não corrente	6 864 535,66	7 140	246 134,00
Ativo corrente			
Inventários	4 759 818,39	4 580 205,47	153 419,22
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Clientes	8 659 115,89	5 496 042,08	202 870,58
Adiantamentos a fornecedores	0,00	0,00	1 671,91
Estado e outros entes públicos	2 321 403,98	1 312 674,91	29 268,04
Acionistas / sócios	0,00	0,00	15 188,60
Outras contas a receber	246 716,36	74 325,31	44 835,17
Diferimentos	50 722,61	27 964,93	3 604,82
Ativos financeiros detidos para negociação	30,29	43,60	558,67
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	2 529,39
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	224,95
Outros ativos correntes	0,00	0,00	13 257,66
Caixa e depósitos bancários	2 873 654,10	3 675 067,54	183 523,45
Total do ativo corrente	18 911	15 166	650 952,47
Total do ativo	25 775	22 307	897 086,47
Capital próprio e passivo			
Capital próprio			
Capital realizado	500 000,00	500 000,00	65 552,21
Ações (quotas) próprias	0,00	0,00	-1 858,52
Outros instrumentos de capital próprio	0,00	0,00	30 066,00
Prêmios de emissão	0,00	0,00	3 231,43
Reservas legais	237 624,31	237 624,31	13 260,30
Outras reservas	6 812 096,56	6 386 982,73	144 708,96
Resultados transitados	12 708,86	12 708,86	32 103,95
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	0,00	1 776,39
Excedentes de revalorização	0,00	0,00	11 676,84
Outras variações no capital próprio	0,00	0,00	10 273,16
Soma	7 562 429,73	7 137	310 790,71
Resultado líquido do período	1 644 341,04	1 205 113,83	39 731,44
Dividendos antecipados	0,00	0,00	0,00
Total do capital próprio	9 206 770,77	8 342	350 522,15
Passivo			
Passivo não corrente			
Provisões	0,00	0,00	899,85
Financiamentos obtidos	3 733 258,40	4 388 465,61	142 378,17
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	0,00	0,00	0,00
Passivos por impostos diferidos	97 192,74	97 192,74	2 402,90
Outras contas a pagar	0,00	0,00	18 383,11
Total do passivo não corrente	3 830 451,14	4 485	164 064,03
Passivo corrente			
Fornecedores	9 621 354,74	6 941 072,24	176 084,40
Adiantamentos de clientes	124 441,82	307 647,40	6 083,47
Estado e outros entes públicos	205 252,72	216 600,79	47 482,33
Acionistas / sócios	0,00	0,00	3 962,41
Financiamentos obtidos	1 905 932,03	1 201 033,10	76 693,13
Outras contas a pagar	881 794,06	812 706,85	57 399,45
Diferimentos	0,00	0,00	3 463,26
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	237,34
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	11 094,48
Total do passivo corrente	12 738	9 479	382 500,29
Total do passivo	16 569	13 964	546 564,32
Total do capital próprio e do passivo	25 775	22 307	897 086,47

Anexo 4. Balanço Patrimonial EB, S.A.

Balanço			
A contabilidade encontra-se organizada conforme			NCRF's
Rubricas	2021	2020	Média Total do
Ativo			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	4 878 053,08	5 294 913,49	182 006,97
Propriedades de investimento	0,00	0,00	5 815,99
<i>Goodwill</i>	0,00	0,00	1 538,07
Ativos intangíveis	332,26	13 747,21	4 454,53
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - método da equivalência	2 550,00	2 550,00	14 372,65
Participações financeiras - outros métodos	2 590 000,00	0,00	5 436,38
Acionistas / sócios	0,00	0,00	15 605,52
Outros ativos financeiros	59 068,85	2 644 188,81	10 842,53
Ativos por impostos diferidos	0,00	0,00	3 680,49
Investimentos financeiros	0,00	0,00	2 380,87
Total do ativo não corrente	7 530 004,19	7 955	246 134,00
Ativo corrente			
Inventários	4 531 350,12	4 300 940,37	153 419,22
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Clientes	10 033 343,37	10 223 159,50	202 870,58
Adiantamentos a fornecedores	175 609,34	0,00	1 671,91
Estado e outros entes públicos	1 029 280,65	1 460 169,80	29 268,04
Acionistas / sócios	0,00	0,00	15 188,60
Outras contas a receber	1 370 248,95	2 258 601,01	44 835,17
Diferimentos	77 253,40	31 306,83	3 604,82
Ativos financeiros detidos para negociação	345,02	302,37	558,67
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	2 529,39
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	224,95
Outros ativos correntes	0,00	0,00	13 257,66
Caixa e depósitos bancários	9 761 780,32	7 247 564,76	183 523,45
Total do ativo corrente	26 979	25 522	650 952,47
Total do ativo	34 509	33 477	897 086,47
Capital próprio e passivo			
Capital próprio			
Capital realizado	350 000,00	350 000,00	0%
Ações (quotas) próprias	0,00	0,00	-
Outros instrumentos de capital próprio	0,00	0,00	-
Prêmios de emissão	0,00	0,00	-
Reservas legais	117 242,16	117 242,16	0%
Outras reservas	18 151 863,42	17 692 011,73	3%
Resultados transitados	-649 355,04	-649 355,04	0%
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	0,00	-
Excedentes de revalorização	0,00	0,00	-
Outras variações no capital próprio	842 992,70	956 451,52	-12%
Soma	18 812	18 466	2%
Resultado líquido do período	2 543 717,57	459 851,69	453%
Dividendos antecipados	0,00	0,00	-
Total do capital próprio	21 356	18 926	13%
Passivo			
Passivo não corrente			
Provisões	0,00	0,00	899,85
Financiamentos obtidos	3 733 258,40	4 388 465,61	142 378,17
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	0,00	0,00	0,00
Passivos por impostos diferidos	97 192,74	97 192,74	2 402,90
Outras contas a pagar	0,00	0,00	18 383,11
Total do passivo não corrente	3 830 451,14	4 485	164 064,03
Passivo corrente			
Fornecedores	6 673 881,09	8 119 971,09	176 084,40
Adiantamentos de clientes	0,00	0,00	6 083,47
Estado e outros entes públicos	939 763,38	240 135,10	47 482,33
Acionistas / sócios	0,00	0,00	3 962,41
Financiamentos obtidos	2 499 947,24	2 112 206,06	76 693,13
Outras contas a pagar	1 162 627,05	1 146 375,41	57 399,45
Diferimentos	1 090,83	19 108,94	3 463,26
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	237,34
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	11 094,48
Total do passivo corrente	11 277	11 637	382 500,29
Total do passivo	13 152	14 551	546 564,32
Total do capital próprio e do passivo	34 509	33 477	897 086,47

Anexo 5. Demonstração de Resultados EB, S.A.

Demonstração dos resultados por naturezas			
Rendimentos e gastos	2021	2020	Média do setor 2021
Vendas e serviços prestados	53 532 429,10	40 003 437,53	1 079 228,79
Subsídios à exploração	132 801,82	528 273,00	15 122,36
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. conj.	0,00	1,06	1 821,06
Variação nos inventários da produção	-213 219,37	1 457 407,37	9 777,24
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	355,65
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	19 493 390,48	14 403 370,35	356 468,71
Fornecimentos e serviços externos	24 725 790,13	21 652 704,99	387 643,47
Gastos com o pessoal	4 950 905,64	4 607 104,72	288 014,71
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	0,00	0,00	-505,50
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	0,00	0,00	660,91
Provisões (aumentos / reduções)	0,00	0,00	-254,97
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	26,41
Outras imparidades (perdas / reversões)	0,00	0,00	147,27
Aumentos / reduções de justo valor	42,65	-189,20	260,66
Outros rendimentos e ganhos	276 447,71	316 783,69	14 452,52
Outros gastos e perdas	292 903,56	272 053,35	8 049,93
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	4 265 512,10	1 370 480,04	80 767,35
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	795 825,21	706 665,78	23 720,40
Imparidade invest. deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	3 469 686,89	663 814,26	57 046,95
Juros e rendimentos similares obtidos	0,00	0,00	150,93
Juros e gastos similares suportados	52 701,80	54 303,70	4 697,57
Resultado antes de impostos	3 416 985,09	609 510,56	52 500,31
Imposto sobre o rendimento do período	873 267,52	149 658,87	12 768,87
Resultado líquido do período	2 543 717,57	459 851,69	39 731,44

Anexo 6. Rácios de Atividade EB, S.A.

Rácios			
	2021	2020	Média do setor 2021
Funcionamento			
Rotação de inventários	11,81	9,30	7,03
Prazo médio de recebimentos (dias)	69,06	98,90	63,85
Prazo médio de pagamentos (dias)	59,73	80,64	77,77
Rotação do ativo (%)	155,13	119,49	120,30

Anexo 7. Balanço Patrimonial EC, S.A.

Balanço			
A contabilidade encontra-se organizada conforme			NCRF's
Rubricas	2021	2020	Média Total do
Ativo			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	1 741 326,16	1 928 912,51	182 006,97
Propriedades de investimento	0,00	0,00	5 815,99
<i>Goodwill</i>	0,00	208,46	1 538,07
Ativos intangíveis	1 473,41	2 946,39	4 454,53
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - método da equivalência	0,00	0,00	14 372,65
Participações financeiras - outros métodos	0,00	64 550,00	5 436,38
Acionistas / sócios	2 128 071,38	2 163 241,38	15 605,52
Outros ativos financeiros	97 303,58	26 142,77	10 842,53
Ativos por impostos diferidos	0,00	0,00	3 680,49
Investimentos financeiros	0,00	0,00	2 380,87
Total do ativo não corrente	3 968 174,53	4 186	246 134,00
Ativo corrente			
Inventários	2 549 202,07	1 210 755,81	153 419,22
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Clientes	3 602 338,10	4 062 466,65	202 870,58
Adiantamentos a fornecedores	0,00	0,00	1 671,91
Estado e outros entes públicos	383 580,24	158 643,06	29 268,04
Acionistas / sócios	0,00	23 500,00	15 188,60
Outras contas a receber	8 696 467,86	8 378 049,93	44 835,17
Diferimentos	27 941,94	31 050,66	3 604,82
Ativos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	558,67
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	2 529,39
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	224,95
Outros ativos correntes	0,00	0,00	13 257,66
Caixa e depósitos bancários	725 462,96	860 962,09	183 523,45
Total do ativo corrente	15 984	14 725	650 952,47
Total do ativo	19 953	18 911	897 086,47
Capital próprio e passivo			
Capital próprio			
Capital realizado	125 000,00	125 000,00	65 552,21
Ações (quotas) próprias	0,00	0,00	-1 858,52
Outros instrumentos de capital próprio	15 000,00	15 000,00	30 066,00
Prêmios de emissão	0,00	0,00	3 231,43
Reservas legais	25 000,00	25 000,00	13 260,30
Outras reservas	1 150 000,00	1 150 000,00	144 708,96
Resultados transitados	5 850 036,52	5 102 758,87	32 103,95
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	0,00	1 776,39
Excedentes de revalorização	809 632,59	838 835,71	11 676,84
Outras variações no capital próprio	0,00	0,00	10 273,16
Soma	7 974 669,11	7 256	310 790,71
Resultado líquido do período	425 789,06	709 837,72	39 731,44
Dividendos antecipados	0,00	0,00	0,00
Total do capital próprio	8 400 458,17	7 966	350 522,15
Passivo			
Passivo não corrente			
Provisões	0,00	0,00	899,85
Financiamentos obtidos	5 298 831,41	4 518 617,10	142 378,17
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	0,00	0,00	0,00
Passivos por impostos diferidos	98 841,39	107 078,20	2 402,90
Outras contas a pagar	0,00	0,00	18 383,11
Total do passivo não corrente	5 397 672,80	4 625	164 064,03
Passivo corrente			
Fornecedores	4 037 410,49	3 112 770,98	176 084,40
Adiantamentos de clientes	27 356,61	27 356,61	6 083,47
Estado e outros entes públicos	209 263,11	298 894,71	47 482,33
Acionistas / sócios	0,00	0,00	3 962,41
Financiamentos obtidos	1 091 444,59	2 100 148,66	76 693,13
Outras contas a pagar	789 561,93	780 131,15	57 399,45
Diferimentos	0,00	0,00	3 463,26
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	237,34
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	11 094,48
Total do passivo corrente	6 155 036,73	6 319	382 500,29
Total do passivo	11 552	10 944	546 564,32
Total do capital próprio e do passivo	19 953	18 911	897 086,47

Anexo 8. Demonstração de Resultados EC, S.A.

Demonstração dos resultados por naturezas			
Rendimentos e gastos	2021	2020	Média do setor 2021
Vendas e serviços prestados	17 339 527,26	18 054 052,82	1 079 228,79
Subsídios à exploração	528 208,82	922 281,50	15 122,36
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. conj.	0,00	3 092,54	1 821,06
Variação nos inventários da produção	366 293,35	-473 726,98	9 777,24
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	355,65
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	7 359 819,59	8 004 610,99	356 468,71
Fornecimentos e serviços externos	6 259 440,74	5 905 680,98	387 643,47
Gastos com o pessoal	3 647 000,08	3 283 851,70	288 014,71
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	0,00	0,00	-505,50
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	22 363,58	35 684,82	660,91
Provisões (aumentos / reduções)	0,00	0,00	-254,97
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	26,41
Outras imparidades (perdas / reversões)	0,00	0,00	147,27
Aumentos / reduções de justo valor	90,01	0,00	260,66
Outros rendimentos e ganhos	101 815,93	116 727,88	14 452,52
Outros gastos e perdas	119 217,48	95 108,88	8 049,93
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	928 093,90	1 297 490,39	80 767,35
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	199 725,30	229 747,58	23 720,40
Imparidade invest. deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	728 368,60	1 067 742,81	57 046,95
Juros e rendimentos similares obtidos	0,00	0,00	150,93
Juros e gastos similares suportados	140 607,75	121 011,94	4 697,57
Resultado antes de impostos	587 760,85	946 730,87	52 500,31
Imposto sobre o rendimento do período	161 971,79	236 893,15	12 768,87
Resultado líquido do período	425 789,06	709 837,72	39 731,44

Anexo 9. Rácios de Atividade EC, S.A.

Rácios			
	2021	2020	Média do setor 2021
Funcionamento			
Rotação de inventários	6,80	14,91	7,03
Prazo médio de recebimentos (dias)	80,10	72,15	63,85
Prazo médio de pagamentos (dias)	90,08	101,74	77,77
Rotação do ativo (%)	86,90	95,47	120,30

Anexo 10. Balanço Patrimonial ED, S.A.

Balanço			
A contabilidade encontra-se organizada conforme			NCRF's
Rubricas	2021	2020	Média Total do
Ativo			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	20328594,22	21316542,88	182006,97
Propriedades de investimento	916840,49	1370597,27	5815,99
Goodwill	0	0	1538,07
Ativos intangíveis	1673307,78	1599251,46	4454,53
Ativos biológicos	0	0	0
Participações financeiras - método da equivalência	23929,3	26213,86	14372,65
Participações financeiras - outros métodos	0	0	5436,38
Acionistas / sócios	7500000	7500000	15605,52
Outros ativos financeiros	99563	82167,21	10842,53
Ativos por impostos diferidos	445135,93	294551	3680,49
Investimentos financeiros	0	0	2380,87
Total do ativo não corrente	30987370,7	32189323,7	246134
Ativo corrente			
Inventários	17744704,74	18323569,86	153419,22
Ativos biológicos	0	0	0
Clientes	3738287,98	5239722,17	202870,58
Adiantamentos a fornecedores	0	0	1671,91
Estado e outros entes públicos	1355275,65	1653331,5	29268,04
Acionistas / sócios	11520285,32	7789285,32	15188,6
Outras contas a receber	1641389,78	2466992,61	44835,17
Diferimentos	116458,26	122725,1	3604,82
Ativos financeiros detidos para negociação	0	0	558,67
Outros ativos financeiros	0	0	2529,39
Ativos não correntes detidos para venda	0	0	224,95
Outros ativos correntes	0	0	13257,66
Caixa e depósitos bancários	291985,15	567075,02	183523,45
Total do ativo corrente	36408386,9	36162701,6	650952,47
Total do ativo	67395757,6	68352025,3	897086,47
Capital próprio e passivo			
Capital próprio			
Capital realizado	4 000 000,00	4000000	65552,21
Ações (quotas) próprias	0	0	-1858,52
Outros instrumentos de capital próprio	1350000	1350000	30066
Prêmios de emissão	0	0	3231,43
Reservas legais	800000	800000	13260,3
Outras reservas	8379994,43	7623474,23	144708,96
Resultados transitados	1021089,52	1021089,52	32103,95
Ajustamentos em ativos financeiros	-546110,29	-546110,29	1776,39
Excedentes de revalorização	0	0	11676,84
Outras variações no capital próprio	1458327,26	361808,84	10273,16
Soma	16463300,9	14610262,3	310790,71
Resultado líquido do período	201160,16	756520,2	39731,44
Dividendos antecipados	0	0	0
Total do capital próprio	16664461,1	15366782,5	350522,15
Passivo			
Passivo não corrente			
Provisões	4000000	4000000	65552,21
Financiamentos obtidos	0	0	-1858,52
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	1350000	1350000	30066
Passivos por impostos diferidos	0	0	3231,43
Outras contas a pagar	800000	800000	13260,3
Total do passivo não corrente	8379994,43	7623474,23	144708,96
Passivo corrente			
Fornecedores	-546110,29	-546110,29	1776,39
Adiantamentos de clientes	0	0	11676,84
Estado e outros entes públicos	1458327,26	361808,84	10273,16
Acionistas / sócios	16463300,92	14610262,3	310790,71
Financiamentos obtidos	201160,16	756520,2	39731,44
Outras contas a pagar	0	0	0
Diferimentos	16664461,08	15366782,5	350522,15
Passivos financeiros detidos para negociação	0	0	0
Outros passivos financeiros	0	0	237,34
Passivos não correntes detidos para venda	0	0	0
Outros passivos correntes	0	0	11094,48
Total do passivo corrente	36496629,5	35008928,4	382500,29
Total do passivo	50731296,5	52985242,8	546564,32
Total do capital próprio e do passivo	67395757,6	68352025,3	897086,47

Anexo 11. Demonstração de Resultados ED, S.A.

Demonstração dos resultados por naturezas			
Rendimentos e gastos	2021	2020	Média do setor 2021
Vendas e serviços prestados	76290118,27	78721087,1	1079228,79
Subsídios à exploração	22245,93	180650,39	15122,36
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. conj.	-1984,56	-3245,56	1821,06
Variação nos inventários da produção	-564878,01	2042020,43	9777,24
Trabalhos para a própria entidade	519211,16	6071118,83	355,65
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	26950005,76	28396095,61	356468,71
Fornecimentos e serviços externos	38937775,45	42107438,33	387643,47
Gastos com o pessoal	7868739,99	7304954,85	288014,71
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	352009,47	792658,3	-505,5
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	0	32502,03	660,91
Provisões (aumentos / reduções)	0	0	-254,97
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0	0	26,41
Outras imparidades (perdas / reversões)	0	0	147,27
Aumentos / reduções de justo valor	-1369,29	1228,59	260,66
Outros rendimentos e ganhos	1608427,17	1481871,06	14452,52
Outros gastos e perdas	494430,35	676603,83	8049,93
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	3268809,65	3720477,89	80767,35
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	2205726,59	2135682,55	23720,4
Imparidade invest. deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0	0	0
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	1063083,06	1584795,34	57046,95
Juros e rendimentos similares obtidos	0	0	150,93
Juros e gastos similares suportados	949479,63	864963	4697,57
Resultado antes de impostos	113603,43	719832,34	52500,31
Imposto sobre o rendimento do período	-87556,73	-36687,86	12768,87
Resultado líquido do período	201160,16	756520,2	39731,44

Anexo 12. Rácios de Atividade ED, S.A.

Rácios			
	2021	2020	Média do setor 2021
Funcionamento			
Rotação de inventários	4,3	4,3	7,03
Prazo médio de recebimentos (dias)	21,48	21,63	63,85
Prazo médio de pagamentos (dias)	156,02	141,57	77,77
Rotação do ativo (%)	113,2	115,17	120,3

Anexo 13. Balanço Patrimonial EE, S.A.

Balanço			
A contabilidade encontra-se organizada conforme			NCRF's
Rubricas	2021	2020	Média Total do
Ativo			
Ativo não corrente			
Ativos fixos tangíveis	1 150 838,40	1 199 266,59	182 006,97
Propriedades de investimento	0,00	0,00	5 815,99
Goodwill	0,00	0,00	1 538,07
Ativos intangíveis	19 829,28	27 655,54	4 454,53
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Participações financeiras - método da equivalência	5 000,00	0,00	14 372,65
Participações financeiras - outros métodos	0,00	5 000,00	5 436,38
Acionistas / sócios	0,00	0,00	15 605,52
Outros ativos financeiros	556 084,44	556 398,59	10 842,53
Ativos por impostos diferidos	0,00	0,00	3 680,49
Investimentos financeiros	0,00	0,00	2 380,87
Total do ativo não corrente	1 731 752,12	1 788	246 134,00
Ativo corrente			
Inventários	2 922 265,87	2 956 901,75	153 419,22
Ativos biológicos	0,00	0,00	0,00
Clientes	8 406 302,07	7 984 446,67	202 870,58
Adiantamentos a fornecedores	0,00	0,00	1 671,91
Estado e outros entes públicos	20 813,33	87 591,20	29 268,04
Acionistas / sócios	0,00	0,00	15 188,60
Outras contas a receber	1 907 546,38	1 897 465,85	44 835,17
Diferimentos	35 325,77	27 905,66	3 604,82
Ativos financeiros detidos para negociação	7 286,85	7 568,12	558,67
Outros ativos financeiros	0,00	0,00	2 529,39
Ativos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	224,95
Outros ativos correntes	0,00	0,00	13 257,66
Caixa e depósitos bancários	25 280,51	23 110,20	183 523,45
Total do ativo corrente	13 324	12 984	650 952,47
Total do ativo	15 056	14 773	897 086,47
Capital próprio e passivo			
Capital próprio			
Capital realizado	3 600 000,00	303 895,71	65 552,21
Ações (quotas) próprias	0,00	-15 417,72	-1 858,52
Outros instrumentos de capital próprio	25 000,00	127 059,16	30 066,00
Prêmios de emissão	0,00	32 002,53	3 231,43
Reservas legais	200 983,21	57 096,80	13 260,30
Outras reservas	80 931,02	582 283,91	144 708,96
Resultados transitados	-268 742,13	262 755,79	32 103,95
Ajustamentos em ativos financeiros	0,00	20 470,07	1 776,39
Excedentes de revalorização	0,00	72 003,41	11 676,84
Outras variações no capital próprio	193 205,73	35 703,70	10 273,16
Soma	3 831 377,83	1 477	310 790,71
Resultado líquido do período	-618 386,89	120 311,47	39 731,44
Dividendos antecipados	0,00	0,00	0,00
Total do capital próprio	3 212 990,94	1 598	350 522,15
Passivo			
Passivo não corrente			
Provisões	400000	400000	65552,21
Financiamentos obtidos	0	0	-1858,52
Responsabilidades por benefícios pós-emprego	1350000	1350000	30066
Passivos por impostos diferidos	0	0	3231,43
Outras contas a pagar	800000	800000	13260,3
Total do passivo não corrente	8379994,43	7623474,23	144708,96
Passivo corrente			
Fornecedores	1 940 168,54	1 564 632,69	176 084,40
Adiantamentos de clientes	0,00	0,00	6 083,47
Estado e outros entes públicos	1 156 276,13	1 162 426,94	47 482,33
Acionistas / sócios	0,00	0,00	3 962,41
Financiamentos obtidos	2 247 302,61	2 006 451,70	76 693,13
Outras contas a pagar	1 127 468,65	1 287 690,28	57 399,45
Diferimentos	0,00	0,00	3 463,26
Passivos financeiros detidos para negociação	0,00	0,00	0,00
Outros passivos financeiros	0,00	0,00	237,34
Passivos não correntes detidos para venda	0,00	0,00	0,00
Outros passivos correntes	0,00	0,00	11 094,48
Total do passivo corrente	6 471 215,93	6 021	382 500,29
Total do passivo	11 843	10 928	546 564,32
Total do capital próprio e do passivo	15 056	14 773	897 086,47

Anexo 14. Demonstração de Resultados EE, S.A.

Demonstração dos resultados por naturezas			
Rendimentos e gastos	2021	2020	Média do setor 2021
Vendas e serviços prestados	7 832 074,76	6 182 874,86	1 079 228,79
Subsídios à exploração	469 307,08	504 566,06	15 122,36
Ganhos / perdas imputados de subsidiárias, assoc. e emp. conj.	0,00	0,00	1 821,06
Variação nos inventários da produção	-27 386,96	-162 076,58	9 777,24
Trabalhos para a própria entidade	0,00	0,00	355,65
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	3 402 990,73	2 377 395,05	356 468,71
Fornecimentos e serviços externos	1 440 861,76	1 244 880,99	387 643,47
Gastos com o pessoal	3 656 382,13	3 622 587,50	288 014,71
Imparidade de inventários (perdas / reversões)	0,00	0,00	-505,50
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)	0,00	-5,88	660,91
Provisões (aumentos / reduções)	0,00	0,00	-254,97
Imparidade investimentos n/ deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	26,41
Outras imparidades (perdas / reversões)	0,00	0,00	147,27
Aumentos / reduções de justo valor	-281,27	3 814,57	260,66
Outros rendimentos e ganhos	241 502,38	187 610,38	14 452,52
Outros gastos e perdas	66 693,98	316 681,15	8 049,93
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	-51 712,61	-844 749,52	80 767,35
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	105 639,84	132 143,44	23 720,40
Imparidade invest. deprec./amortizáveis (perdas / reversões)	0,00	0,00	0,00
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	-157 352,45	-976 892,96	57 046,95
Juros e rendimentos similares obtidos	0,00	0,00	150,93
Juros e gastos similares suportados	430 115,23	253 820,93	4 697,57
Resultado antes de impostos	-587 467,68	-1 230 713,89	52 500,31
Imposto sobre o rendimento do período	30 919,21	26 545,41	12 768,87
Resultado líquido do período	-618 386,89	-1 257 259,30	39 731,44

Anexo 15. Rácios de Atividade EE, S.A.

Rácios			
	2021	2020	Média do setor 2021
Funcionamento			
Rotação de inventários	2,68	2,09	7,03
Prazo médio de recebimentos (dias)	381,93	480,24	63,85
Prazo médio de pagamentos (dias)	132,25	204,96	77,77
Rotação do ativo (%)	52,02	41,85	120,30