



Mestrado em Gestão

TRABALHO DE

## **Dissertação de Mestrado em Gestão**

### **- Estrutura Financeira das Empresas Portuguesas da Indústria do Calçado -**

ELABORADO POR: - José Cavacas

Aluno N° 201227942

Orientador: Professor. Doutor Piriquito Costa

Barcarena – Setembro, 2014

## Agradecimentos

Ao meu Pai, Manuel, por toda a sabedoria e carinho transmitidos, onde estiveres... o melhor de mim é em tua honra que o faço.

À minha mãe Luísa, meu pilar de todos os dias, pelo amor, beijos e carinho, sentido em cada mimo e cada abraço.

À Inês e à Patrícia, que com os seus beijos, risos e mimos fazem de mim um pai babado.

À Carolina ... Mulher tão especial... que torna até os meus dias de chuva, em dias de céu azul, com a luz do Sol raiado.

E... ao Professor Doutor Piriquito Costa, mais que um Orientador... um Mentor...

Guardá-lo-ei sempre na memória, meu Magnífico Professor...

## Resumo

Até que ponto aqueles que ousam investir, e o fazem com apoio de capitais alheios realizam os seus sonhos em termos de valor para os negócios por si sonhados?

Foi para esta pergunta que tentei encontrar respostas através da utilização de métodos de análise estatística associados a teorias de análise do valor das empresas.

O caminho escolhido na procura dessas respostas foi direcionado para as empresas da Indústria do Calçado em Portugal, tendo conforme referido, escolhido a opção da utilização, de ferramentas de análise estatística de regressão, entre Capitais Próprios e Endividamento de Micro-Empresas e PME's atuando na área económica referida.

Para concluir sobre as observações no sentido de apurar se do Endividamento resulta aumento de valor para as empresas referidas, a opção foi a da utilização das metodologias associadas à Teoria de Modigliani & Miller.

Com base nos caminhos de análise percorridos, e nas metodologias de análise referidas, concluí pela observação dos resultados, da existência de uma forte relação ao nível do valor dos Capitais Próprios das PME's atuando na Indústria do Calçado, por ação do Endividamento de Curto Prazo.

Quanto à relação que possa existir do Endividamento em relativamente às Micro-Empresas atuando na mesma área económica os resultados não foram conclusivos.

**Palavras-Chave:** Indústria do Calçado, Micro-Empresas, PME's, Teorias de Capital, Capital Próprio, Endividamento e Valor da Empresas.

## **Abstract**

Those who dare to invest in businesses and support that with the help of indebtedness, do they reach their dreams in terms of value for their enterprises?

It was to answer this question, that I tried to find answers, through the use of statistical analysis methods, associated with theories of analysis of the value of companies.

The chosen path in search of those answers, was directed to the firms of the Footwear Industry in Portugal, and as mentioned above, I have chosen the option of use the statistical regression analysis, between Equity and Debt of Micro-Enterprises and SMEs to confirm my ideas.

To conclude on the observations, in order to determine whether the Indebtedness resulting in increase of the companies mentioned, the option was to use the methodologies associated with the theory of Modigliani & Miller.

Based on the paths, traversed analysis and analysis methodologies referred, concluded by observing the results, of the existence of a relationship between the value of the equity of SMEs operating in the Shoe Industry by the action of Short-Term Debts.

As for the relationship, that may exist in respect of the Indebtedness Micro-Enterprises, operating in the same economic area, the results were inconclusive.

**Keywords:** Footwear Industry, Micro-Enterprises, SMEs, Theories of Capital, Equity, Debt and Value of Enterprises

## Índice

|  |    |
|--|----|
| Introdução .....   | 8  |
| 1. Revisão da Literatura .....   | 11 |
| 1.1. Visão Tradicional (David Duran -1952).....  | 11 |
| 1.2. Modelo de análise de Modigliani & Miller .....  | 15 |
| 1.3. Outras abordagens e teorias sobre o custo de capital.....   | 17 |
| 2. A típica empresa portuguesa do Séc. XX .....  | 19 |
| 2.1. Caracterização geral da evolução da atividade económica nos últimos 100 anos...19   |    |
| 2.2. A Indústria no Calçado face à evolução da atividade económica do país nos últimos 100 anos .....  | 27 |
| 3. Estudos e teorias sobre a estrutura de capital das empresas .....   | 34 |
| 4. Metodologia de Investigação .....   | 37 |
| 5. Análise quantitativa e qualitativa de dados e resultados das diferentes atitudes em termos de investimento e capitalização das empresas.....      | 39 |
| 5.1. Estruturação e Organização dos Dados .....  | 39 |
| 5.2. Análise de Rácios Económico-Financeiros .....   | 42 |
| 5.3. Análise do Custo de Capital nas empresas da Indústria do Calçado .....  | 46 |
| 5.4. Análise do Valor da Empresa .....   | 46 |
| 5.4.1. Análise de Regressão Linear Simples entre as variáveis Capital Próprio, Endividamento Total, Endividamento de MLP e Endividamento de CP ..... | 47 |
| 5.4.2. Análise de Regressão Linear Múltipla entre as variáveis Capital Próprio, Endividamento de MLP e Endividamento de CP .....                     | 51 |
| 6. Conclusões .....  | 53 |
| 6.1. Comentários Finais ao estudo efetuado .....   | 54 |
| 6.2. Limitações verificadas no estudo efetuado .....   | 57 |
| Bibliografia .....   | 58 |

## Lista de Tabelas

|  |    |
|--|----|
| Tabela I - <i>Census</i> da População Portuguesa na 1ª metade do Séc. XX .....   | 22 |
| Tabela II - PIB <i>per capita</i> a preços de 1990 – Percentagem em relação à CE-15.....                               | 23 |
| Tabela III - Sociedades Anónimas entre 1850 e 1929 .....   | 24 |
| Tabela IV - Cinco maiores destinos das exportações portuguesas de calçado .....  | 30 |
| Tabela V - Longevidade das empresas portuguesas de calçado .....   | 30 |
| Tabela VI - Taxa de Crescimento Anual da Indústria do Calçado .....  | 31 |
| Tabela VII - Estudo da evolução do Volume de Negócios das Micro-Empresas da Indústria do Calçado .....                 | 40 |
| Tabela VIII - Estudo da evolução do Volume de Negócios das PME's da Indústria do Calçado .....                         | 41 |
| Tabela IX - Estudo de Rácios: Micro-Empresas da Indústria do Calçado .....   | 42 |
| Tabela X - Estudo de Rácios: PME's da Indústria do Calçado .....   | 44 |
| Tabela XI - Estudo da Evolução de Capitais Próprios e Alheios nas Micro-Empresas e PME's da Indústria do Calçado ..... | 46 |
| Tabela XII - Análise de Relação entre o Valor das Empresas e o Endividamento: 2008 a 2012.....                         | 47 |
| Tabela XIII - Análise de Relação entre o Valor das Micro-Empresas e o Endividamento: 2008 a 2012.....                  | 48 |
| Tabela XIV - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento: 2008 a 2012.....                            | 49 |

|  |    |
|--|----|
| Tabela XV - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento Total: de 2008 a 2012.....                          | 50 |
| Tabela XVI - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento de MLP: de 2008 a 2012.....                        | 50 |
| Tabela XVII - Análise de Relação entre o Valor das Micro-Empresas face ao Endividamento de MLP e de CP: de 2008 a 2012.....  | 51 |
| Tabela XVIII - Análise de Relação entre o Valor das Micro-Empresas face ao Endividamento de MLP e de CP: de 2008 a 2012..... | 52 |
| Tabela XIX - Análise de Relação entre o Valor das PME's face ao Endividamento de MLP e de CP: de 2008 a 2012.....            | 52 |

## **Lista de Abreviaturas**

APICCAPS - Associação Portuguesa dos Industriais de Calçado, Componentes e Artigos de Pele e seus Sucedâneos

AICEP - Agência para o Investimento e Comércio Externo de Portugal

AEP – Câmara de Comércio e Indústria

INE – Instituto Nacional de Estatística

PME – Pequenas e Médias Empresas

MLP – Médio/Longo Prazo

CP – Curto Prazo

## Introdução

### Enquadramento do Problema

É um facto que a ambição deve fazer parte de qualquer estrutura empresarial, actue ela em que tipo de área económica actue.

Faz parte dos fundamentos que sempre estudei que as empresas quando se fundam devem viver para sempre. Essa característica que se exige há empresa criada seja sobre o sonho de um ou de muitos, radica no facto que nem só aos empreendedores ela afectará nas suas acções, pois a sua existência e o seu eventual fim influenciará todos aqueles que têm interesses na mesma e não só meio envolvente em termos de pessoas, mas também por exemplo ao nível do meio ambiente.

Tendo em conta essas ideias, é pois de crer que ao empreender-se e ao desenvolver-se uma actividade, devem subsistir lógicas de existência que não coloquem em causa a existência da mesma.

Recorrendo a outros fundamentos do estudo económico, surge-me a referência a que na actividade económica são essenciais a presença de vários factores, nomeadamente:

- O Capital
- O Trabalho
- A Natureza

Também na sequência dessa lógica económica alguns economistas referem a “Organização”, como um quarto factor importante na actividade económica.

É possível sem dúvida relacionar este último factor, a Organização, com o primeiro, o Capital.

No decurso da sua actividade, desde o inicio e ao longo da sua vida, a dimensão do Capital é de extrema importância, pois se por um lado se deseja que a empresa cumpra princípios como os da “Empresa Enxuta”, ou seja, onde os custos supérfluos sejam inexistentes, por outro, deseja-se que esse Capital tenha a dimensão ideal a fazer

funcionar a empresa ao nível das exigências dos mercados que vise servir, cumprindo também as expectativas dos investidores naquilo que foi a “Visão” e “Missão”, que delinearam para o negócio.

Quanto desse Capital, necessário ao normal funcionamento da empresa foi fornecido pelos accionistas empreendedores, e quanto desse Capital resultou de Capitais Alheios, sob as diversas formas que o podem normalmente constituir?

Terá sido escolhido um bom “mix”, de estrutura de Capitais para financiar o negócio, fazê-lo subsistir ao longo do tempo e gerar mais valor do que o investido inicialmente?

Mas haverá um mix ideal, em termos da dimensão de Capitais Próprios e de Capitais Alheios?

É uma questão de difícil resposta para a qual este trabalho não tem a presunção de querer responder, pois o objetivo do mesmo, conforme será referido, embora se debruce sobre o aspeto de financiamento da empresa caminhará no sentido de outro tipo de análise.

### **Objetivos da Investigação**

O objetivo específico a atingir, é o de perceber até que ponto o valor das empresas portuguesas da Área Económica do Calçado, é influenciado pelo financiamento de Capitais Alheios.

### **Estrutura do Estudo**

No âmbito do objetivo de estudo, considereei importante fazer um enquadramento daquilo que é a actividade empresarial do país, olhando um pouco para a sua História passada, no sentido da percepção de quais têm sido as tendências seguidas em termos dessa actividade empresarial.

Como evoluiu o tecido empresarial português, e em especial, ao nível da indústria do Calçado?

Como se estruturou, dimensão das empresas e recurso ao financiamento de capitais alheios, são questões que importa atentar, no sentido de melhor as enquadrar com o que foi produzido por estudos anteriores levados a cabo nesta temática.

Não pretendendo colocar em causa a validade do que tenha sido escrito e analisado nesta área económica, procurarei no meu estudo, desenvolver pesquisas e efetuar análises que na medida do possível possam acrescentar um pouco mais àquilo que já foi produzido em termos de informação.

Na sequência do enquadramento dos estudos referidos, será feita a abordagem às teorias sobre o estudo de financiamento das empresas, a problemática do investimento, e sobre quais as estruturas ideais de financiamento para as estruturas empresariais.

As conclusões serão resultado da análise dos números, e da interpretação da realidade económica portuguesa das Indústria do Calçado em termos do valor que as mesmas estarão a retirar ou não, da utilização de Capitais Alheios.

### **Metodologia do Estudo**

A metodologia de trabalho a aplicar assentará conforme referido, em aspectos quantitativos e do enquadramento dos mesmos face às teorias de composição do Capital das empresas.

As hipóteses de investigação a desenvolver em termos quantitativos, centrar-se-á não só na análise de rácios e indicadores usuais na análise financeira, mas também na construção de informação estatística baseada nos modelos de análise de Modigliani & Miller.

## 1. Revisão da Literatura

Este trabalho resulta de estudos, recolhas de informação e análises de artigos científicos, publicações e teorias elaboradas na área dos estudos financeiros por parte de autores de renome.

Todos esses estudos visaram a sua aplicação na análise concreta da Indústria do Calçado em Portugal.

Na sequência desse trabalho, serão trabalhados essencialmente dados qualitativos embora não se deixe de fazer alusão a elementos qualitativos que ajudem a contextualizar os dados observados como o contexto da atividade económica em si.

A conclusão do trabalho, será o resultado das análises produzidas, com a devida fundamentação.

### 1.1. Visão Tradicional (David Duran -1952)

O estudo da teoria de David Duran releva como forma de medida o Lucro, duas perspectivas:

- **Lucro Líquido**: a utilização de recursos de terceiros pode levar a empresa a diminuir o seu custo de capital e conseqüentemente a aumentar o seu valor total. Nesta perspectiva o que está em equação é a utilização de recursos de terceiros que não passem exclusivamente pelo endividamento em termos de capital.
- **Lucro Operacional Líquido**: nesta perspectiva refere-se que o valor da empresa é independente da sua estrutura de capital, resultando o valor da empresa de toda a sua estrutura patrimonial, independentemente da acção de terceiros.

Defendida por vários autores esta teoria defende que o valor da empresa não é independente da forma como os capitais da empresa são financiados, nem da estrutura patrimonial conseqüente.

Na ótica destes autores, o capital alheio pode servir como medida de alavancagem à empresa e contribuir para o seu aumento de valor numa ótica de mercado.

Levando em consideração a primeira das perspetivas, o Risco da empresa não se altera independentemente da forma como os mesmos sejam financiados em termos de Capitais Próprios ou Capitais Alheios. No entanto, o facto é que se a empresa assumir um constante aumento da dívida, ou seja, de basear sucessivamente toda a sustentação do negócio em constantes financiamentos de Capitais Alheios, o Risco não só dos acionistas vai aumentar, como o dos próprios financiadores de Capitais Alheios.

A razão do aumento deste Risco é de fácil percepção, pois a partir de determinado nível de actividade a empresa poderá não ter capacidade de gerar mais receita e mais lucro, e como tal, não ter a capacidade de remunerar nem acionistas nem financiadores na medida daquilo que investiram na empresa.

Sendo certo que as empresas devem almejar crescer, “o céu não é o limite”, e para além do crescimento sustentado que se deseja em qualquer atividade, há um limiar de satisfação de mercado que uma vez satisfeito se pode tornar difícil de expandir.

Portanto, financiar sucessivamente uma empresa, para a capacitar para um mercado inexistente, faz-lhe sem dúvida aumentar o Risco.

Com o aumento do valor da dependência de Capitais Alheios, ou seja, da dívida, natural será que as taxas de juro compensatórias aumentem de valor e então, para aferir da rentabilidade do investimento dos Capitais Próprios e Alheios, advoga esta teoria a da utilização de um cálculo do Custo Médio Ponderado do Serviço da Dívida.

Na segunda perspetiva, o autor defende que o aumento do valor da dívida acima de determinados parâmetros considerados ideais em termos de funcionamento e do aumento do valor da empresa, contribuirá para a redução desse próprio valor patrimonial da empresa.

É uma perspetiva que deixa no entanto uma questão que é a de qual é esse ponto ótimo de financiamento, que permitindo a operacionalidade e aumento de valor da empresa, não mexe negativamente com o seu valor.

É uma teoria defendida conforme referido por outros autores com obras de publicação mais recente, como Brealey & Myers (1998), “*Fundamentals of Corporate Finance*”, os quais defendem que a prática dessa análise é adequada, acrescentando-lhe ainda pressupostos como o de os financiadores poderem aceitar compensações mais baixas baseadas em entidades com nível baixo de endividamento e risco e aumentarem essas exigências de compensação para entidades com nível de endividamento e Risco superior.

No entanto, esta teoria encontra falhas, como por exemplo, considerar ser possível que a empresa se financie a taxas de juro constantes ao longo dos tempos, o que não é o uso em termos de empresas de financiamento, mesmo tendo em conta a época em que esta teoria foi formulada. Na realidade, embora em 1952, quando David Duran formulou os seus estudos e teorias, o mercado financeiro não fosse o que hoje é, nem existissem tantos e tão diferentes meios de financiamento, o fato é que dificilmente se conseguiria obter taxas semelhantes ao longo do tempo perante quadros sucessivos de endividamento espelhados nas Demonstrações Financeiras.

Por outro lado, considera-se na teoria de David Duran, que se atua em mercados sem impostos e em que não se considera a possibilidade de insolvência.

Ora como sabemos, não só os mercados de capitais não atuam com base em preços iguais do dinheiro (a taxa), como a inclusão dos impostos sobre os lucros acabam por ter influência sobre a rentabilidade final do acionista.

Vejamos um exemplo: Imaginemos uma empresa com 100.000€ de ativos financiados a 100% por Capitais Próprios, representados por 100.000 ações de 1 euro cada, que apresentou no final do exercício económico os seguintes resultados:

| <b>Rúbricas</b>             | <b>Valor</b> | <b>%</b> |
|-----------------------------|--------------|----------|
| Vendas/Prestação Serviços   | 1 000 000 €  | 100,00%  |
| Custos Diretos Variáveis    | 400 000 €    | 40,00%   |
| Resultado Bruto             | 600 000 €    | 60,00%   |
| Outros Custos Operacionais  | 100 000 €    | 10,00%   |
| Resultados Operacionais     | 500 000 €    | 50,00%   |
| Custos Financeiros          | 0 €          | 0,00%    |
| Res. Antes Impostos         | 500 000 €    | 50,00%   |
| Imposto s/ Rendimento (25%) | 125 000 €    | 12,50%   |
| Resultados Líquidos         | 375 000 €    | 37,50%   |

Considerando esta situação a rentabilidade por acção seria de:  $375.000\text{€}/100.000 \text{ ações} = 3,75\text{€/acção}$ .

Agora consideremos por hipótese que dos 100.000 euros dos ativos da empresa, 50.000€ são financiados por Capitais Próprios, representados por 50.000 ações, e os restantes 50.000€ são financiados por Capitais Alheios remunerados à taxa anual de 10%.

Perante este quadro e com juros de 50.000€ resultantes da compensação dos Capitais Alheios, os resultados seriam os seguintes:

| <b>Rúbricas</b>             | <b>Valor</b> | <b>%</b> |
|-----------------------------|--------------|----------|
| Vendas/Prestação Serviços   | 1 000 000 €  | 100,00%  |
| Custos Diretos Variáveis    | 400 000 €    | 40,00%   |
| Resultado Bruto             | 600 000 €    | 60,00%   |
| Outros Custos Operacionais  | 100 000 €    | 10,00%   |
| Resultados Operacionais     | 500 000 €    | 50,00%   |
| Custos Financeiros          | 50 000 €     | 5,00%    |
| Res. Antes Impostos         | 450 000 €    | 45,00%   |
| Imposto s/ Rendimento (25%) | 112 500 €    | 11,25%   |
| Resultados Líquidos         | 337 500 €    | 33,75%   |

Considerando os resultados obtidos o resultado por acção será de:  $337.500\text{€} / 50.000 \text{ ações} = 6,75\text{€/acção}$ .

Por este exemplo se demonstra que não só a influência do Estado através de impostos, como o custo dos Capitais Alheios mexem com a rentabilidade do acionista, da mesma forma que irão mexer com o valor da empresa, já que com este segundo quadro de

hipóteses, 50% do valor da empresa está na posse dos capitais alheios, logo os acionistas da empresa em principio têm um menor domínio sobre o negócio.

## 1.2. Modelo de análise de Modigliani & Miller

Franco Modigliani e Merton Miller apresentaram em 1958 (“*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”), uma nova visão sobre a interpretação daquilo que deveria ser o estudo da melhor adequação da Estrutura de Capitais das Empresas.

Se anteriormente, na Visão Clássica de David Duran, se assumia que era possível encontrar uma estrutura ótima de capital em termos de valor da empresa, e remuneração dos acionistas, e em que o Estado através de impostos não assumiria influencia no valor da empresa, assim como seria indiferente a estrutura da dívida, nesta nova visão teórica, a estrutura ótima de capitais não pode ser alheia a estas variáveis.

Aliás, se continuarmos a olhar para o exemplo anterior e pensarmos que a empresa se poderia financiar a 5% ou a 10%, os resultados não seriam certamente os mesmos:

| Financiamento de Capitais Alheios a 10% |             |                |
|---|-------------|----------------|
| Rúbricas                                | Valor       | %              |
| Vendas/Prestação Serviços               | 1 000 000 € | 100,00%        |
| Custos Diretos Variáveis                | 400 000 €   | 40,00%         |
| Resultado Bruto                         | 600 000 €   | 60,00%         |
| Outros Custos Operacionais              | 100 000 €   | 10,00%         |
| Resultados Operacionais                 | 500 000 €   | 50,00%         |
| Custos Financeiros                      | 50 000 €    | 5,00%          |
| Res. Antes Impostos                     | 450 000 €   | 45,00%         |
| Imposto s/ Rendimento (25%)             | 112 500 €   | 11,25%         |
| Resultados Líquidos                     | 337 500 €   | 33,75%         |
| Capitais Próprios                       | 50 000 €    | (50.000 ações) |
| Rentabilidade por Ação                  | 6,75 €      |                |

| <b>Financiamento de Capitais Alheios a 5%</b> |                         |          |
|---|-------------------------|----------|
| <b>Rúbricas</b>                               | <b>Valor</b>            | <b>%</b> |
| Vendas/Prestação Serviços                     | 1 000 000 €             | 100,00%  |
| Custos Diretos Variáveis                      | 400 000 €               | 40,00%   |
| Resultado Bruto                               | 600 000 €               | 60,00%   |
| Outros Custos Operacionais                    | 100 000 €               | 10,00%   |
| Resultados Operacionais                       | 500 000 €               | 50,00%   |
| Custos Financeiros                            | 25 000 €                | 2,50%    |
| Res. Antes Impostos                           | 475 000 €               | 47,50%   |
| Imposto s/ Rendimento (25%)                   | 118 750 €               | 11,88%   |
| Resultados Líquidos                           | 356 250 €               | 35,63%   |
| Capitais Próprios                             | 50 000 € (50.000 ações) |          |
| Rentabilidade por Ação                        | 7,13 €                  |          |

Nesta nova forma de entender a composição dos Capitais Próprios, Modigliani e Miller atribuem também importância ao grau de Risco, facto que pode motivar múltiplas opções de financiamento não considerando no entanto os impostos como factor que altere a rentabilidade do acionista.

Em 1963, estes mesmos autores corrigem a sua teoria introduzindo o factor Estado e Imposto como influentes no rendimento do acionista, (“*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”) aproximando mais esta teoria daquilo que é a realidade económico-financeira de qualquer investimento.

Nessa nova revisão da teoria, a evidência do ganho para o acionista em termos da qualidade do financiamento pela poupança fiscal que proporciona acaba por sair realçada.

No entanto, esta visão de financiamento da empresa é levada a extremos quando considera que um empresa poderia ser exclusivamente financiada por capitais alheios, o que lhe reduziria o montante de impostos a pagar.

Aplicando essa teoria aos dois exemplos referidos, o Grau Financeiro de Alavanca seria nomeadamente o seguinte:

### **Financiamento de Capitais Alheios a 10%**

GFA = Resultados Operacionais / Resultados Antes de Impostos

$$\text{GFA} = 500.000\text{€} / 450.000\text{€} = 1,11$$

### **Financiamento de Capitais Alheios a 5%**

GFA = Resultados Operacionais / Resultados Antes de Impostos

$$\text{GFA} = 500.000\text{€} / 475.000\text{€} = 1,05$$

É evidente que com a taxa a 5% a alavancagem é menor e que os impostos serão também maiores, porque a matéria coletável é também maior.

No entanto, sem dúvida que esta opção por outro lado aumenta o risco da empresa, já que a torna mais dependente de capitais alheios.

Esta era no entanto na visão de Modigliani e Miller uma falha na exposição da teoria, pois não consideravam por exemplo o Risco de Falência como um factor a considerar.

## **1.3. Outras abordagens e teorias sobre o custo de capital**

Citando “Daniel Fernandes Alves da Silva” na sua Tese de Mestrado em Finanças subordinada ao Tema “O impacto do *Corporate Governance* na Estrutura de Capitais”, refere o mesmo a páginas 8 e 9 do seu trabalho, e com base em trabalhos de outros autores, que outras metodologias de análise da composição dos capitais da empresa podem eventualmente espelhar outra luz sob qual o melhor mix de capitais a utilizar no financiamento da atividade:

- ***Trade-Off Theory***: é uma teoria onde se procura estudar o modelo ótimo de financiamento, pela relação entre o custo do financiamento e o retorno ou benefício adquirido. Entrando em linha de contas com outros pressupostos que podem interferir na “saúde” da empresa. Citando ainda “Daniel da Silva” e o seu trabalho, refere o mesmo que: Miller (1977), DeAngelo e Masulis, (1980) avaliaram o peso dos impostos na composição dos capitais de financiamento;

Baxter (1967), abordou as questões do risco de falência bem como Warner (1977 e Altman (1984); e Jensen e Meckling (1986) e Stulz 1990), integraram a questão dos “custos de agência”.

- ***Pecking Order Theory***: É uma teoria que entra em linha de conta com os diferentes graus de conhecimento que os investidores de Capitais Próprios e Alheios têm das empresas, o que os leva portanto a agir com base em diferente tipo de informação.

Citando “Sandra Filipa Rodrigues da Silva” no seu trabalho de Tese de Mestrado em Finanças (2012), subordinado ao tema “Estruturas de capitais: testes às teorias do *trade-off* versus *pecking order*”, refere a autora, a págs. 8, 9 e 10 do seu trabalho, que os próprios gestores, ao deterem informação privilegiada sobre a composição dos ativos da empresa, podem fornecer informação mais rica aos acionistas mais antigos do que aos simples investidores de aplicações de curto prazo, ou às entidades de financiamento.

Desta forma, há pois no entender da autora e com base nos estudos de Myers (1984), e Lucas & McDonald (1990), entre outros, fortes possibilidades de que a relação de capitais de que se venha a constituir a empresa sofra de informação assimétrica, que pode prejudicar por um lado investidores e financiadores, e por outro a própria empresa como reflexo das atitudes que esses investidores possam vir a assumir.

## 2. A típica empresa portuguesa do Séc. XX

### 2.1. Caracterização geral da evolução da atividade económica nos últimos 100 anos

#### Da organização do estudo de dados sobre “Universos” complexos

Quando partimos para a elaboração de um estudo sobre realidades económicas, financeiras ou outras, devendo levar em conta certas regras e métodos, quando não, corremos o risco de que o estudo não seja mais que um arrolar de ideias confusas e de difícil verificação em termos da verdade ou realidade que tenham sido expressas.

Para elaborar um estudo, sobre aquilo que “foi”, e aquilo que “é”, a realidade económica e financeira de uma região ou país, é pois importante a observação dos dados e a estruturação dos mesmos sob uma forma lógica e racional.

Nesse sentido, já em 1815, nas “*Memórias Económicas da Academia Real das Sciencias de Lisboa*”, escrevia o visconde da Lapa, Manoel de Almeida, “*Sobre o modo de fórmarm hum Plano de Statistica de Portugal*”, o seguinte:

*Só com o verdadeiro conhecimento da grandeza, e povoação de hun Estado, não se sabe o seu poder, e a relação delle com o de outras Potencias: sendo por isso necessário atender 1º à posição e situação do Paiz; 2º á fórma, e caracter do seu Governo; 3º ao caracter nacional de seus habitantes...*

*Na descrição de hum Paiz, deve atender-se muito ao seu terreno, clima, e às disposições, que elle oferece para a comunicação exterior, e interior: para o que o trabalho dos habitantes, ajudando a natureza, concorre infinitamente.*

Há no que aí foi escrito há quase duzentos anos, algumas verdades inquestionáveis. O investimento, o crescimento da riqueza e as opções que os empresários fazem ao longo dos anos de existências das suas empresas, não podem deixar de estar relacionados com a localização do país em termos geográficos, pois desse posicionamento mais ou menos

valias podem surgir em termos da capacidade de sucesso de algumas actividades económicas, logo da grandeza e do valor patrimonial que as mesmas podem assumir.

O carácter do Governo, as políticas levadas a cabo pelo poder político e mais importante ainda, a legislação imposta pelo mesmo são sem dúvida também bastante importantes sobre o horizonte de atuação que qualquer actividade económica pode desenvolver.

Basta em relação ao referido, pensar nas limitações que foram impostas à industrialização do país durante o período da Ditadura entre 1926 e 1974, para facilmente se perceber até que ponto as palavras do visconde Manoel de Almeida faziam sentido. Quantas e quantas ideias e visões de negócio ficaram esquecidas na memória de empreendedores que poderiam certamente ter produzido mais-valia para a economia do país?

Quando aborda a questão do carácter de um povo, Manoel de Almeida está sem dúvida a intervir ao nível do estudo social, e claro, com todo o sentido.

Num país com uma História de mais oitocentos anos de independência, são várias as alusões ao carácter ambicioso e empreendedor das nossas gentes.

Desenraizarem-se das suas origens no sentido de conquistar mais para si e para os seus, é algo que lemos o tempo das conquistas de D. Afonso Henriques, até ao presente, passando pelo passado também recente, em que a emigração na procura de melhores condições de vida são uma constante.

Culminando a análise das palavras de Manoel de Almeida surge uma realidade inquestionável, a da importância da Natureza aliada ao Trabalho, para que daí nasça riqueza assinalável.

É de extrema importância essa relação económica com a Natureza, pois as potencialidades de crescimento serão à partida muito maiores em termos do investimento quando o empreendedor faz uma “leitura” perfeita daquilo que pode retirar do que a Natureza lhe oferece como um dos factores essenciais da produção.

As palavras de Manoel de Almeida são pois extremamente importantes, porque se situam na era em que surge a Revolução Industrial, e em que naturalmente a produção e comércio sofrem um incremento extraordinário, e como tal, sendo essas palavras veiculadas num documento escrito da área das “*Sciencias*”, não deixa de ser um indicativo daquilo que era, ou deveriam ser preocupações de base de qualquer um que desejasse empreender fosse em que área económica fosse.

### **Do princípio do Séc. XX aos anos 30**

O princípio do século XX caracterizou-se pela continuação do declínio do Império, muito mais vocacionado para o comércio, do que propriamente para a produção.

A Revolução Industrial produzia no nosso país poucos efeitos, e mesmo algum do investimento existente neste sector ocorria devido aos capitais estrangeiros, em particular oriundos de ingleses, alemães, franceses e belgas.

A população ativa envolvida na indústria estava na sua maioria (cerca de um terço, ou seja, 60.000 pessoas), dedicada aos têxteis (INE, 2001, “Estatísticas Históricas Portuguesas”).

O Norte, em particular a região do Porto, do Douro Litoral e do Minho eram os polos de atração da indústria existente.

O censo de 1911, vem revelar que cerca de 21,1% da população atua no sector industrial (dados do INE também de 2001 em “Estatísticas Históricas Portuguesas”), no entanto, não nos podemos deixar iludir perante estes números, relativamente à produtividade que se pense pudesse estar a sair dessa população ativa envolvida na indústria. Ao tempo a industria não beneficiava de tecnologias avançadas e a fábrica-tipo desses tempos, exigia um grande número de trabalhadores para manter a atividade em funcionamento. Era uma indústria, a nossa, que continuava a funcionar ainda não muito distante da manufactura.

Por outro lado, e embora se vivesse outros tempos em termos de dimensão média de pessoas por família, com alta natalidade, o uso era o de a mão-de-obra se relacionar

basicamente com o homem, já que a mulher, devido à própria cultura social desses tempos era essencialmente doméstica. Dessa forma, a população ativa, embora incluísse jovens e até crianças, acabava por não ser muito elevada em números.

A baixa taxa de instrução, num país com alta taxa de analfabetismo reduzia também a capacidade produtiva da mão-de-obra em muitos aspectos. Mesmo considerando a alta taxa de natalidade, havia factores diversos, desde a alta taxa de mortalidade infantil, à menor esperança de vida e à emigração, que faziam com que a população do país, e logo por inerência, a população disponível para trabalhar, fosse bem inferior à dos dias de hoje.

Esse fato é bem evidente, de acordo com os dados publicados do INE referidos em “Economia Portuguesa” edição de 1990 da editora Texto, de Maria da Luz Oliveira, Maria João Pais e Belmiro Gil Cabrito:

**Tabela I – *Census* da População Portuguesa na 1ª metade do Séc. XX**

| <b>Ano do Censo</b> | <b>População Total</b> |
|---------------------|------------------------|
| 1900                | 5423                   |
| 1911                | 5960                   |
| 1920                | 6033                   |
| 1930                | 6825                   |
| 1940                | 7722                   |
| 1950                | 8490                   |

Uma das fortes razões do não aumento da população nos princípios do século XX e até aos anos 30, relaciona-se conforme já referido, com a emigração. O êxodo ocorre não só ao nível daqueles que procuram trabalho em qualquer atividade longe do caos económico e social vivido no país, mas também naqueles mais ambiciosos que pretendem investir e empreender em negócios de várias atividades económicas, em regiões onde o investimento se pode na realmente constituir em compensação satisfatória.

O novo século, com uma nova forma de governação, em que a Monarquia dava lugar à República, não trazia melhoras relativamente àquilo que era a situação económica do país, encaminhando-se o mesmo para a ruína e para o caos.

Embora ao nível do resto da Europa não se pudesse dizer que se vivesse a níveis económicos elevados, pois a pobreza era evidente em múltiplos aspectos, a diferença para Portugal era flagrante. Esse facto fica aliás bem evidente no estudo realizado por Nuno Ferraz Martins e António Portugal Duarte no seu trabalho “A Primeira República e Sustentabilidade das Finanças Públicas Portuguesas: uma análise Histórico-Económica”, onde citando Mateus (1998, Economia Portuguesa: desde 1910, Editora Verbo), nos surgem as seguintes comparações, relativamente aos primeiros anos do século XX e da República como poder reinante:

**Tabela II - PIB *per capita* a preços de 1990 – Percentagem em relação à CE-15**

(estudo realizado em Euros)

| <b>Países</b>   | <b>1900</b> | <b>1913</b> |
|-----------------|-------------|-------------|
| Bélgica         | 127         | 121         |
| Dinamarca       | 101         | 110         |
| Alemanha        | 109         | 112         |
| Grécia          | 51          | 47          |
| Espanha         | 71          | 66          |
| França          | 99          | 101         |
| Irlanda         | 87          | 80          |
| Itália          | 61          | 73          |
| Luxemburgo      | 127         | 121         |
| Holanda         | 123         | 116         |
| Áustria         | 101         | 102         |
| <b>Portugal</b> | <b>49</b>   | <b>40</b>   |
| Finlândia       | 56          | 60          |
| Suécia          | 89          | 91          |
| Reino Unido     | 159         | 147         |

Com um baixo nível de Produto Interno, fica patente a situação de um país em que seria difícil manter equilibradas as finanças, promover o consumo, por inerência a produção, o investimento e o aparecimento de mais atividades económicas.

O Escudo, moeda surgida em 1911, sob a égide da República demonstra também dificuldade de afirmação, reflexo natural de uma economia de um país pobre, onde a capacidade de consumo, de produção e de distribuição de rendimento se situavam a níveis muito baixos.

No país, após a incerteza dos primeiros tempos da República com novas convulsões políticas e uma vivência social próxima da guerra civil, assiste-se à tomada do poder pelos militares, impondo uma Ditadura Fascista durante 48 anos (entre 1926 e 1974).

Para trás ficava uma história em termos de empreendedorismo parca em números e resultados. O empreendedorismo era de facto difícil num país onde apenas se sobrevivía, e onde investir era de facto um risco assinalável, face não só à depreciação da moeda, mas também do baixo nível do poder de compra.

**Tabela III - Sociedades Anónimas entre 1850 e 1929**

| Anos        | Sociedades Comerciais |  | Sociedades Não Comerciais |  |
|-------------|-----------------------|--|---------------------------|--|
|             | Número                | Capital Total<br>(em milhares de<br>escudos) | Número                    | Capital Total<br>(em milhares de<br>escudos) |
| 1850 – 1899 | 25                    | 200.371                                      | 34                        | 245.938                                      |
| 1900 – 1919 | 29                    | 70.259                                       | 45                        | 257.310                                      |
| 1920 - 1929 | 28                    | 237.153                                      | 51                        | 372.515                                      |

(Armando de Castro in “A economia Portuguesa no Séc. XX, 3ª Edição, Edições 70, 1979)

O poder político surgido dessa nova forma de governo é também controladora, não só em termos da emigração, como do investimento, já que passa a condicionar fortemente a indústria, promovendo o regresso à “terra”, mais em concreto à Agricultura, como atividade económica onde empreender.

De acordo com estudos do INE, (2001, “Estatísticas Históricas Portuguesas”) dos 3.196.000 habitantes que constituem a população ativa em 1950, 48,6% estão ligadas ao Sector Primário, 24,9% ao Sector Secundário e 26,7% ao Sector Terciário.

Para os empresários, passa a existir uma Nova Ordem, que não tem em conta as suas visões de negócio, e onde o Planeamento é a linha mestra da atividade económica a seguir por todos. Se por um lado se torna mais difícil o licenciamento de atividades industriais e o acesso à mão-de-obra, o financiamento também não é fácil.

O acesso ao capital torna-se efetivamente mais difícil, pois para além de estar mais concentrado em poucas unidades bancárias, o apoio ao investimento decorre também de acordo com o Plano do Governo (os “Planos de Fomento”), logo, em grande parte direccionado para o Sector Primário e para as obras ou atividades relacionadas com o mesmo.

Em concreto, o apoio ao investimento era essencialmente destinado ao comércio, e em especial a quem apostava nas exportações, pois a entrada de divisas era importante para reequilibrar a economia nacional.

### **Dos Anos 30 aos Anos 70 do Séc. XX**

A alteração política na governação do país produz choques de todos os tipos na ordem instalada no mesmo.

O condicionamento económico já referido em termos do condicionamento industrial e da opção pela Agricultura não foram os únicos pontos sensíveis relativamente àqueles que tivessem sonhos de investir em novas atividades económicas.

A restrição às importações e as políticas de “produção por substituição das importações”, tinham o fim concreto do equilíbrio da Balança Comercial, mas por outro lado, dificultavam a atividade económica àqueles, que carenciados de matérias-primas não existentes no país, delas necessitavam de outras origens.

A modernização do país ao nível das infra-estruturas de base era também lento e moroso, e desde as vias de comunicação, à electricidade e telefones, faltava quase tudo, àquilo que na ótica do empresário é essencial.

Por essa razão, é também perfeitamente normal que se observe que o investimento produtivo se situe essencialmente junto ao litoral, e em particular às grandes cidades, que dispo de portos marítimos, proporcionavam por um lado o acesso mais rápido às matérias-primas e por outro, o escoamento dos produtos acabados.

Nalgumas regiões do interior, consideradas importantes em termos económicos em especial devido às explorações de minério, começam a surgir linhas de caminho-de-ferro, o que são boas notícias para os investidores.

No entanto, o acesso ao crédito bancário continua difícil e os investimentos continuam a fazer-se à base das poupanças, logo, a maioria das unidades económicas que vão surgindo não assumem mais do que o aspeto de microempresas, muitas vezes de vocação e organização comercial, onde a inexistência de tecnocratas com conhecimento das diversas áreas da gestão é praticamente nula.

Os anos 50 trazem boas novas para os empreendedores, pois finalmente ao nível do governo de Ditadura que continua no poder, surgem outras ideias sobre as grandes opções económicas a seguir.

Associadas não só às matérias-primas surgidas do sector primário, outras atividades são incrementadas, nomeadamente ao nível das indústrias transformadoras, o que leva a que o país a pouco e pouco saía do marasmo económico normalmente associado às empresas que unicamente atuam ao nível do sector primário das atividades económicas.

O Valor Acrescentado Bruto resultante das atividades dos sectores secundário e terciário são sem dúvida mais atractivas para os investidores e de facto, perante esta nova atitude, ainda assim saía mais uma vez das opções económicas do governo sob a forma de mais um Plano, verifica-se um crescendo das atividades económicas ao nível de indústrias.

## **Dos Anos 70 do Séc. XX à adesão à União Europeia (1986)**

Dos anos 70 as memórias maiores, escritas e guardadas na memória de muitos são sem dúvida relacionadas com a “Revolução dos Cravos”, em Abril de 1974.

A revolução vem encontrar o país em situação ligeiramente melhor do que aquela que se vivia no princípio dos anos 60 (do início da guerra no Ultramar), pois o investimento estrangeiro tinha de facto provocado uma animação em múltiplos sectores de actividade, as quais por arrasto faziam surgir aqui e ali pequenas unidades de negócio, quase sempre no entanto, caracterizadas por serem estabelecimentos familiares às quais a designação de empresa corresponderiam em muito pouco.

A Banca continua a ser pouco visível, e o investimento com recurso a crédito pouco praticado. Na prática, muitos pequenos negócios vão funcionando com base no “fiado”.

O poder de compra das populações continuava a ser escasso. Embora Lisboa e Porto se tivessem transformado em grandes cidades, considerando o aglomerado de povoações que se foram desenvolvendo à sua volta, essa mole humana que se tinha deslocado para as cidades na procura de um melhor nível de vida, não tinha moeda para mais que o sustento das necessidades básicas, pelo que investir no desenvolvimento das suas atividades era algo que não cabia no horizonte da maioria dos empresários.

O estilo de vida das populações era ao nível da miséria, a maioria analfabetos, muitos vivendo em barracas e bastantes sem dinheiro para se vestir e calçar dignamente.

## **2.2. A Indústria no Calçado face à evolução da atividade económica do país nos últimos 100 anos**

Em Portugal, e a fazer fé num estudo publicado pela AEP – Câmara de Comércio e Indústria, subordinado ao tema “Turismo, vestuário, calçado e bens alimentares”, existem 2208 empresas (artigo publicado em 27-05-2014). No entanto, se atualmente este universo ultrapassa os milhares, há cerca de 100 anos eram bem poucos aqueles que apostavam numa área de atividade para a maioria dos empresários, pouco interessante até porque poucos eram aqueles que tinham dinheiro para andar calçados.

O fabrico do calçado em Portugal é algo que se perde nas origens da nossa História, e fácil é percebê-lo, porque se a partir do Séc. XV, nos tornamos Navegadores e Comerciantes, até aí, a vivência do país em termos económicos não se afastava muito do modo de vida das outras regiões da Europa, onde predominava o Feudalismo.

Associada a essa organização política, a organização económica e social funcionava a baixa escala, sendo os excedentes quase nulos, e quando existentes, utilizados na troca direta, em feiras e mercados que foram surgindo um pouco por todas as regiões do país.

Nesses mercados e feiras, tornou-se a pouco e pouco vulgar encontrar artificies que produziam utilidades para as populações, e entre estes, os sapateiros.

Eram no entanto não muito procurados, até porque a manufactura de sapatos ou botas, era um trabalho árduo, e que implica portanto um custo elevado.

Em boa verdade, até ao Séc. XX, uma grande parte da população portuguesa viveu descalça, ou quanto muito, com calçado tosco produzido em casa (socos, chinelos...).

Há no entanto registos históricos de que o fabrico de calçado surgiu em Portugal em 1483 em S. João da Madeira.

Esta região guardou para si muito do destaque em termos de pioneirismo na produção de calçado, sendo também nessa região que em 1883 surge a primeira fábrica de calçado, a “Sapataria da Moda”, de Gaspar Almeida Pinho, facto referido no *site* <http://museudocalcado.wordpress.com/as-raizes-do-calcado/capital-do-calcado-2/> visitado em 21/09/2014, pelas 19:55).

A fama da marca leva a que em 1905, em Lisboa surja uma outra “Sapataria da Moda”, esta da pertença de Vitorino Tavares Lisboa.

No entanto continuava a ser na Região Norte, e em particular na zona de S. João da Madeira que esses negócios cresciam com maior visibilidade, havendo registo de que em 1910, já 4 fábricas operavam na referida região.

Continuavam no entanto a ser fábricas de fraca dimensão e desenvolvimento industrial, pelo que não implicavam um elevado investimento de capitais.

Desde esses tempos, até aos atuais, muita coisa se passou em termos do mercado económico do Calçado, mas a Região Norte manteve a predominância em termos de importância, sendo até denominada S. João da Madeira, como a “Capital do Calçado”, facto inclusive registado no Instituto Nacional do Registo de Marcas.

Segundo dados da “APICCAPS - Associação dos Industriais do Calçado”, em 2008 existiam em S. João da Madeira 68 empresas atuando na área de produção de calçado, sendo a quinta maior concentração do país. A Região é de facto dominante, já que nas 5 regiões com maior predominância industrial de produção de calçado se referem Felgueiras com 464 empresas, Oliveira de Azeméis com 291, Santa Maria da Feira com 175 e Guimarães com 114.

Se durante o período da colonização esta indústria saiu beneficiada, pois era quase que exclusiva fornecedora das clientelas de “Além-Mar”, com a “Revolução de Abril”, e a independência dessas regiões, esse mercado perdeu-se quase totalmente.

A crise económica que acompanha o período Pós-Revolução é também nefasto para esta entre outras atividades industriais, levando a que muitos outros mercados se percam e muitas unidades acabem por encerrar a sua atividade.

A entrada de Portugal para a União Europeia vem no entanto trazer efeitos positivos para essas áreas industriais, pelos novos mercados para si potencialmente abertos, no entanto, trazem também a concorrência dos produtos de outros países, muitas vezes a preços mais baixos, como foi o caso da concorrência das empresas de calçado de Espanha.

Sendo uma porta aberta para um mercado mais vasto, não se auguravam no entanto grandes façanhas e progresso para esta área económica, pois era por muitos considerada uma área de atividade obsoleta não só em termos de produtos, como de maquinaria e técnicas de gestão, normalmente assentes em “*self-made-man*”, a quem faltava a “escola”, para atuar a mais alto nível da atividade económica.

Dados recentes contrariam no entanto um pouco esta ideia, pois algo tem sido feito em termos de modernização e design, para além da aposta em gestores com outra visão dos mercados. Essa atitude, e a fazer fé também em dados recentes publicados pelo Jornal Público no seu site, (<http://www.publico.pt/tema-de-capa/jornal/a-historia-de-uma-industria-condenada-que-se-tornou-um-modelo-para-portugal-27262596>, visitado em 21/09/2014, pelas 19:57), num artigo intitulado “*A história de uma indústria condenada que se tornou um modelo para Portugal*” levam a que o “produto-sapato”, português, esteja neste situado em segundo lugar em termos de exportação, logo atrás dos industriais italianos.

Em termos concretos, dados recentes publicados em 2013 pela Caixa Geral de Depósitos na sua Newsletter (págs. 5 e 6), num artigo denominado “Calçado Nacional: uma indústria com vocação exportadora”, o calçado português encontra particular apetência nos seguintes mercados:

**Tabela IV – Cinco maiores destinos das exportações portuguesas de calçado**

| País        | % de Exportações |
|-------------|------------------|
| França      | 23,8             |
| Espanha     | 18,2             |
| Alemanha    | 16,4             |
| Holanda     | 11,5             |
| Reino Unido | 7,7              |

A capacidade de sustentação dos negócios está por outro lado patente num estudo de 2012 publicado pelo Banco de Portugal denominado “Análise Setorial da Indústria do Calçado” (dados recolhidos até 2011).

**Tabela V – Longevidade das empresas portuguesas de calçado**

|                 |       |
|-----------------|-------|
| Até 5 anos      | 7,6%  |
| De 5 a 10 anos  | 10,9% |
| De 10 a 20 anos | 24,1% |
| Mais de 20 anos | 57,4% |

Torna-se portanto evidente que esta é uma área económica que consegue de alguma forma fugir à erosão que ataca muitas outras áreas económicas em que a longevidade não é muito longa.

Aliás, que a sobrevivência média das empresas portuguesas não é normalmente muito longa, é facto referido no artigo “*Dez anos: É a esperança média de vida das empresas em Portugal*”, publicado no site:

[http://www.dinheirovivo.pt/economia/interior.aspx?content\\_id=3869229](http://www.dinheirovivo.pt/economia/interior.aspx?content_id=3869229), visitado em 21/09/2014, pelas 19:51), artigo baseado também em estudos do Banco de Portugal elaborado com dados recolhidos entre 1991 e 2009. Aliás, ainda de acordo com esse estudo, é referido que ao fim de 19 anos apenas cerca de 33% das Sociedades Não Financeiras se mantêm em funcionamento.

É no entanto uma área económica em que o crescimento não atinge valores muito elevados, pelo menos de acordo com os dados referidos pelo Banco de Portugal já referido artigo: “Análise Setorial da Indústria do Calçado”.

**Tabela VI – Taxa de Crescimento Anual da Indústria do Calçado**

|      |       |
|------|-------|
| 2007 | 3,1%  |
| 2008 | 1,5%  |
| 2009 | -6,7% |
| 2010 | 10,5% |
| 2011 | 9,1%  |

O ano de 2009 pode considerar-se um pouco atípico, mas eventualmente encontrar alguma explicação, se nos lembrarmos que foi nesse ano que as empresas de Rating colocaram Portugal e a sua Economia com a classificação de “Lixo”, fato que naturalmente mexeu com toda a economia do país.

A AICEP, refere por outro lado, num artigo publicado no seu site e denominado “Calçado: design e inovação à conquista do futuro o crescimentos dos mercados de exportação”, que o mercado está a crescer, tendo passado em 2011 de 137 países, para 141 países em 2013,

(site: <http://www.portugalglobal.pt/PT/ComprarPortugal/Setores/Paginas/Calçado.aspx> visitado 21/09/2014 às 22:40).

No entanto, sendo uma área de atividade económica aparentemente importante para quem nela se envolve, continuam no entanto a perceber-se pela dimensão e estrutura das empresas, que faltará alguma visão em termos de dimensão que catapulte as empresas para níveis de produção e conquista de mercados superiores àqueles evidenciados.

Esse é um aspeto que é evidente também nos estudos anteriormente referidos produzidos pelo Banco de Portugal (“Análise Setorial da Indústria do Calçado”, 2012, págs. 5, 6 e 7), onde quanto à dimensão das empresas se refere que em 2011, 47,9% das mesmas são Micro-Empresas, 51,6%, PME’s e apenas 0,5% são Grandes Empresas.

Quanto ao Volume de Negócios refere-se no mesmo artigo que as Micro-Empresas, embora representando quase metade do tecido empresarial, acabam por representar só 5,0% do Volume de Negócios, cabendo às PME’s o verdadeiro domínio do mercado, com 82,0%. As Grandes Empresas acabam por ficar com uma fatia do Volume de Negócios de 13,1%, o que face à sua diminuta presença no mercado, é no entanto significativo.

Este grande peso das PME’s no mercado é referido no estudo do Banco de Portugal como estando associado à deslocalização da produção por parte de algumas das Grandes Empresas.

Outro artigo denominado “Indústria do Calçado”, produzido pela AEP – Câmara de Comércio e Indústria e onde se referem dados obtidos do INE, em 2013, acrescenta que cerca de 62,1% das empresas registadas nesta área económica são “Sociedades por Quotas”, 32,1%, “Sociedades Unipessoais por Quotas” e apenas 5% são “Sociedades Anónimas”. Com base nesse estudo e tendo apenas em consideração a dimensão das empresas quanto à dimensão de pessoal, é a empresa “Gabor Portugal, Lda.”, localizada em Barcelos que assume a maior dimensão, com 919 funcionários.

Citando “Diana Narciso Alves Paulo”, na sua Tese de Mestrado, realizada em 2009, intitulada “Empresas Familiares – Sucessão Competente”, nomeadamente na página 17

do seu trabalho, e baseada a autora, em estudos da “Associação Portuguesa das Empresas Familiares, 2008”, refere que o peso das Empresas Familiares na Economia Portuguesa é de 80% das empresas registadas, tendo estas depois um peso no PIB de 60% e empregando cerca de 50% da população ativa.

Por outro lado, a “APPICCAPS – Associação Portuguesa dos Industriais de Calçado, Componentes e Artigos de Pele e seus Sucedâneos”, refere num estudo denominado “Indústria do Calçado: Plano Estratégico 2007-2013” (pág. 15), que mais de 50% (dados de 2004) das pessoas envolvidas na área económica da produção de calçado, em todas as suas funções, apresentam estudos ao nível do 3º Ciclo do Ensino Básico, e apenas cerca de 10% evidenciam estudos académicos ao nível da Licenciatura.

Tendo em conta os dados coligidos ressalta a evidência que o mercado do calçado em Portugal durante os últimos 100 anos cresceu de forma lenta, e sustentada na pequena dimensão das entidades económicas a ela associada.

Fica também evidente que essa atividade económica se sustenta em empresas de pequena e média dimensão (Micro-Empresas e PME's), e em que a escolaridade média dos funcionários é baixa. Esse último fato referido é muitas vezes inibidor de um maior desenvolvimento económica das empresas pela dificuldade de utilização das novas tecnologias.

### **3. A estrutura de capital das empresas**

Quando partimos para a análise daquilo que deverá ser a estrutura ideal do património de uma empresa em todas as suas vertentes, há muitas variáveis que podem contribuir para o estudo e ao mesmo tempo, torna-lo numa tarefa de Hercules.

Pelo que foi explanado anteriormente, e tendo como pano de fundo as empresas portuguesas da Indústria do Calçado, constatou-se que as empresas atuando no mercado nacional têm diferentes dimensões e atuam também sem dúvida em mercados bem diferenciados.

Quando por exemplo se constata que 141 países são servidos por produtos do calçado português, é inegável que terá de haver um estudo sociológico mas não só desses países, afim de adequar a Oferta à Procura.

Só pensando nessas duas variáveis: dimensão e diferentes mercados, se constata logo que naturalmente as empresas terão de possuir estruturas de Ativos bem adequados à consistência da sua atuação, e logo por inerência, à obtenção dos seus objetivos e Missão em termos empresariais.

Partindo dessa constatação da necessidade de um Ativo Patrimonial adequado às necessidades, importa depois adequar também as Origens de Fundos a essa massa patrimonial na medida ideal e mais rentável para quem investiu na empresa.

Essas Origens de Fundos, Capitais Próprios e Capitais Alheios, deverão então ser definidos em dimensão que alimente a atividade na medida exata sem gerar por um lado custos exagerados e por outro imobilização de capitais em ativos não produtivos.

Conforme se constatou anteriormente o mercado do Calçado em Portugal assenta acima de tudo em empresas de pequena ou média dimensão e com características societárias de Sociedades por Quotas.

Essas entidades sempre foram de muito mais fácil constituição no que aos Capitais Sociais de constituição dizem respeito, o que se por um lado facilita o seu aparecimento,

por outro, diminui a sua capacidade de intervenção nos mercados de uma forma decisiva, pois com poucos Capitais Próprios os horizontes à partida poderão ficar limitados assim como será mais difícil, com uma estrutura diminuta de Capitais Próprios, aceder a financiamentos avultados de Capitais Alheios.

Em termos ideais, mas em que todo o Risco estaria na mão dos Acionistas, a composição das Origens de Fundos que assegurassem as Aplicações de Fundos, assumiriam um aspeto como o seguinte:

|                         |                                    |
|-------------------------|------------------------------------|
| <b>Ativos</b><br>(100%) | <b>Capitais Próprios</b><br>(100%) |
|-------------------------|------------------------------------|

Toda a rentabilidade estaria nesta situação na posse dos acionistas senhores de direito de todo o Lucro Líquido após a dedução de Imposto sobre os Lucros. No entanto, o Risco também estaria totalmente nas mãos dos acionistas, os quais, ao aplicarem eventualmente todo o capital que tivessem disponível nesta forma de investimento, estariam a perder também eventualmente a possibilidade de aplicar algum desse capital num outro produto de investimento com menor Risco e quem sabe, até com rentabilidade previsível semelhante.

Partindo do pressuposto de que esta não poderá então eventualmente ser a melhor opção para o acionista, outras situações se lhe poderão colocar:

|                         |                                   |
|-------------------------|-----------------------------------|
| <b>Ativos</b><br>(100%) | <b>Capitais Próprios</b><br>(? %) |
|                         | <b>Capitais Alheios</b><br>(? %)  |

Em boa verdade, sendo então talvez mais razoável investir uma parte do capital noutros investimentos, e abrir a participação na empresa aos Capitais Alheios, qual deverá ser a percentagem mais adequada para o fazer?

Por outro lado, essa abertura pode ir até ao ponto de abrir mesmo o Capital Próprio à participação de outros acionistas. Transformar por exemplo uma Sociedade por Quotas numa Sociedade Anónima e distribuir uma parte dessa participação acionista a outros eventuais interessados na empresa como forma de investimento de capitais.

Mas qual deverá ser então também essa percentagem de investimento que deverá ser colocada à participação de outros acionistas?

É mais uma incógnita que depende de muitas variáveis. No entanto, um facto é evidente, que é o de por vezes, havendo margem de mercado para aumentar a oferta, a empresa não o consegue fazer por falta de capacidade instalada, a qual deriva também da falta de capacidade económica dos seus acionistas para promover esse aumento de capacidade da empresa.

Não perdendo de vista que este é um trabalho sobre a Indústria do Calçado, e que os elementos obtidos das pesquisas efectuadas revelam estruturas acionistas eventualmente de pequena dimensão, cimentadas em Micro-Empresas e PME's com característica societária na sua maioria de Sociedades por Quotas, parece ser evidente que aí o caso da maioria dessas empresas se fundamentará em Capitais Próprios de pequena dimensão, totalmente detidos por um reduzido número de acionistas (32,1% da sociedades são “Sociedades Unipessoais por Quotas”, o que cimenta o referido).

## 4. Metodologia de Investigação

Tendo a noção da dimensão que seria necessária atribuir a um trabalho de investigação que avaliasse e comparasse não só as teorias referidas como outras também de igual valor, entendi, centrar-me na forma como Modigliani & Miller estudaram a questão da composição dos capitais da empresa, neste trabalho sobre as empresas da Indústria do Calçado.

Como base de análise e estudo mais aprofundado e concreto, este trabalho baseou-se na análise de elementos contabilísticos de 66 empresas da Indústria do Calçado, entre os períodos económicos de 2008 a 2012.

A posse de elementos de estudos tão preciosos para a realização deste trabalho só foi possível graças à extrema simpatia e colaboração da empresa “*Informa D&B, sociedade unipessoal, Lda.*”, a qual, tendo em conta a Tese a desenvolver se disponibilizou para me fornecer os elementos de que dispunha sobre as Empresas da Indústria do Calçado.

Para além de outros elementos e valores que são referidos na Tese, todos os cálculos e rácios são baseados pois nesses valiosos elementos pela “*Informa D&B*”, fornecidos.

Quanto à metodologia escolhida para verificação do objetivo principal, ou seja, até que ponto, o Endividamento contribui para o aumento de valor da empresa, utilizarei conforme já referido, as teorias de Modigliani & Miller, verificando através de processos de análise de regressão, qual o impacto no Capital Próprio do Endividamento seja em termos de Capitais Alheios de Médio/Longo Prazos, seja de Capitais Alheios de Curto Prazo.

Essa relação entre a variável dependente Capital Próprio, será analisada relativamente às variáveis dependentes em termos de regressão simples de acordo com a seguinte fórmula:

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

Em que se relacionará o Capital Próprio com o Endividamento Total, com o Capital Alheio de MLP, ou com o Capital Alheio de CP, em regressões analisadas individualmente uma por uma.

Posteriormente será estudada também a relação em termos de efeito global desses Capitais Alheios de MLP e de CP, pela utilização de estudos de regressão múltipla de acordo com a metodologia da seguinte fórmula:

$$\Delta CP = a + b \times \Delta EndMlp + c \times \Delta EndCP + \varepsilon$$

Pela utilização destas ferramentas de análise poderei eventualmente concluir se em relação às empresas da Indústria do Calçado em Portugal existem evidência de forte relação entre o Endividamento e o valor da empresa pelo reflexo no valor dos Capitais Próprios.

## **5. Análise quantitativa e qualitativa de dados e resultados das diferentes atitudes em termos de investimento e capitalização das empresas**

### **5.1. Estruturação e Organização dos Dados**

Tendo por base os elementos obtidos para análise foram as empresas repartidas em dois grupos:

- Micro-Empresas: 44 empresas
- PME's: 22 empresas

Esta repartição foi obtida com base na dimensão das empresas em termos do Volume de Negócios (em acordo com o Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro. Quanto ao número de funcionários ao serviço de cada uma das empresas não foi possível obter elementos de informação.

Ainda e no aspeto da classificação e tendo em atenção o Volume de Negócios, a ordenação das mesmas seguiu a seguinte lógica:

- Micro-Empresas: empresas que no exercício económico de 2012 evidenciaram um valor até 2.000.000 de Euros (inclusive);
- PME's: empresas que no exercício económico de 2012 evidenciaram valores entre 2.000.000 Euros e 50.000.000 Euros.

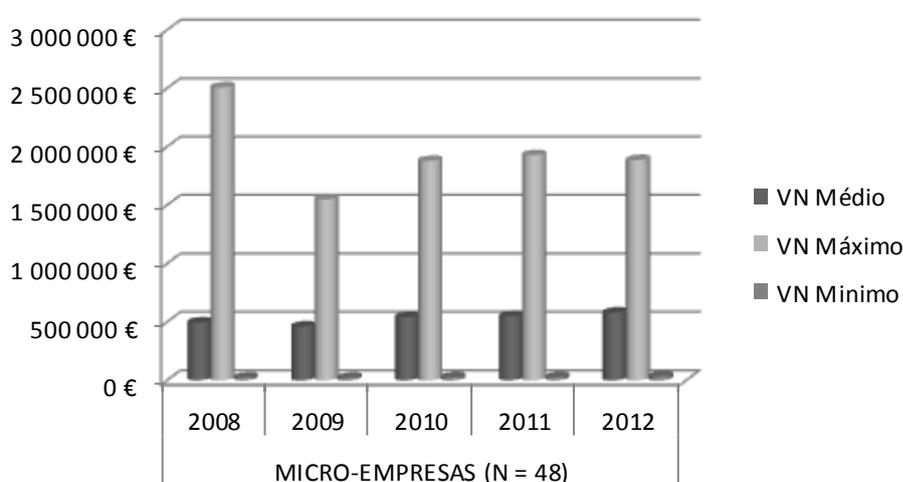
Entre as 66 empresas analisadas nenhuma ultrapassou os 50.000.000 Euros de Volume de Negócios.

Na análise da evolução das empresas foi possível perceber, tendo em conta o pressuposto de considerar apenas como PME's aquelas que tivessem ultrapassado os 2 Milhões de Euros de Volume de Negócios, que algumas empresas decaíram em termos do valor dos mesmos, pelo que se optou nesse caso por as estudar no âmbito das Micro-Empresas.

Uma breve análise da evolução do Volume de Negócios permitiu observar os seguintes comportamentos em termos globais:

**Tabela VII – Estudo da evolução do Volume de Negócios das Micro-Empresas da Indústria do Calçado**

|                  | MICRO-EMPRESAS (N = 44) |             |             |             |             |
|------------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                  | 2008                    | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        |
| <b>VN Médio</b>  | 494 363 €               | 461 069 €   | 541 083 €   | 548 896 €   | 579 865 €   |
| <b>VN Máximo</b> | 2 507 854 €             | 1 548 235 € | 1 877 909 € | 1 926 755 € | 1 886 130 € |
| <b>VN Mínimo</b> | 22 923 €                | 20 983 €    | 25 247 €    | 26 532 €    | 35 460 €    |



À partida a observação crua dos resultados evidencia uma estabilização em termos da evolução do Volume de Negócios, no entanto, se levarmos em consideração que embora a inflação se tenha mantido a valores ao nível dos 3%, a desinflação dos valores referidos poderia levantar questões sobre até que ponto de facto ao nível das Micro-Empresas analisadas houve um crescimento Médio efetivo do Volume de Negócios.

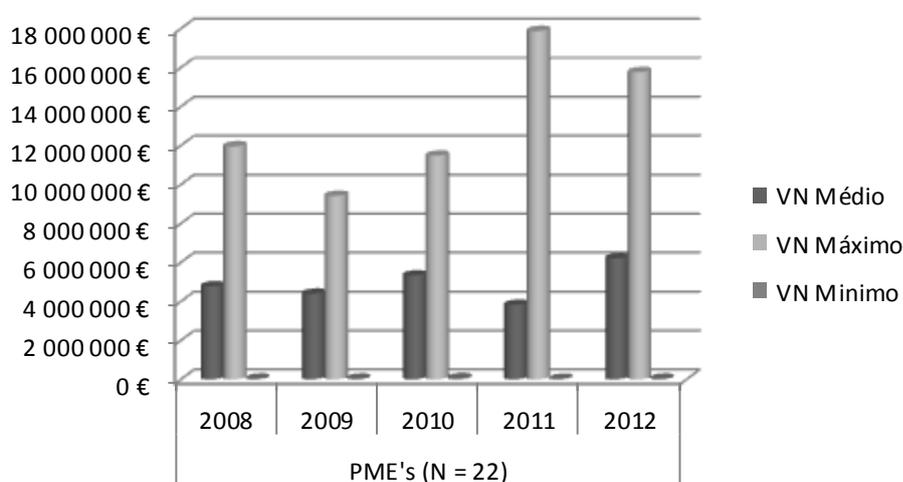
Os valores quando expressos sob a forma de moeda, podem esconder outras questões importantes como por exemplo: até que ponto ter-se vendido mais correspondeu à venda mais unidades de produtos?

É uma resposta para a qual não se consegue a resposta neste trabalho, pois não foi possível obter esse tipo de informações não só em relação às entidades estudadas, como ao

mercado na sua generalidade, pois as publicações publicadas pelas organizações empresariais não referem esses dados.

**Tabela VIII – Estudo da evolução do Volume de Negócios das PME's da Indústria do Calçado**

|                  | PME's (N = 22) |             |              |              |              |
|------------------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
|                  | 2008           | 2009        | 2010         | 2011         | 2012         |
| <b>VN Médio</b>  | 4 775 543 €    | 4 394 775 € | 5 327 714 €  | 3 821 963 €  | 6 208 280 €  |
| <b>VN Máximo</b> | 11 954 535 €   | 9 410 875 € | 11 478 173 € | 17 876 419 € | 15 769 374 € |
| <b>VN Mínimo</b> | 32 657 €       | 33 132 €    | 62 575 €     | 26 532 €     | 34 814 €     |



Nas empresas estudadas de maior dimensão, o aspeto da evolução do Volume de Negócios também não é muito conclusivo quanto à evolução do mercado, pelo que a realidade aqui expressa não difere muito daquela que a frieza dos números e da imagem em gráfico deixa perceber.

Em ambos os grupos de empresas estudadas foi no entanto visível uma grande dispersão entre os valores médios e os valores máximos e mínimos, fator que deixa entender que para além da normal repartição das empresas de acordo com o Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de Novembro seria eventualmente interessante analisar este mercado sob outras óticas de segmentação em futuros estudos.

## 5.2. Análise de Rácios Económico-Financeiros

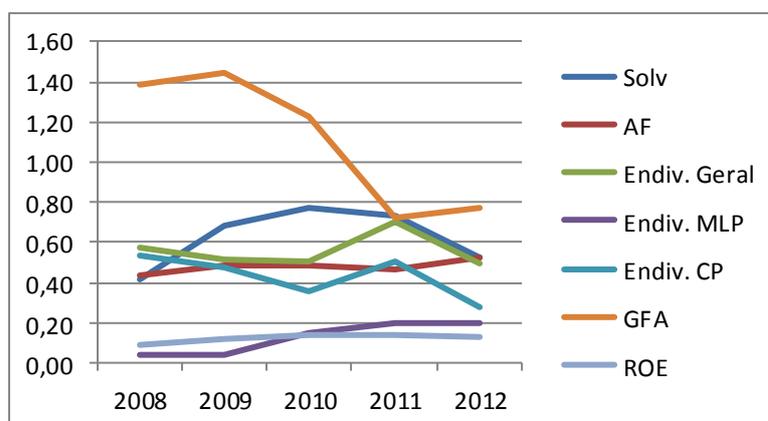
Os rácios e indicadores são formas de medida de performance e análise das empresas, que só por si não nos dizem tudo sobre a realidade das empresas.

No entanto, o acompanhamento sistemático de algumas unidades de medida permitem por vezes perceber algo do que possa estar por detrás dos números.

Neste caso, os dados obtidos das empresas anteriormente referidas, foram estudados de novo tendo em atenção a separação entre “Micro Empresas” e “PME’s”.

**TABELA IX - Estudo de Rácios: Micro-Empresas da Indústria do Calçado**

| MICRO-EMPRESAS                           |               |      |       |      |      |       |
|--|---------------|------|-------|------|------|-------|
| (N = 44 Empresas)                        |               |      |       |      |      |       |
| RÁCIOS                                   |               | 2008 | 2009  | 2010 | 2011 | 2012  |
| <b>Solvabilidade</b>                     | Média         | 0,41 | 0,69  | 0,77 | 0,74 | 0,53  |
| (Capital Próprio / Passivo)              | Desvio Padrão | 2,77 | 2,92  | 5,34 | 2,20 | 1,88  |
| <b>Autonomia Financeira</b>              | Média         | 0,43 | 0,48  | 0,49 | 0,30 | 0,52  |
| (Capital Próprio / Ativo)                | Desvio Padrão | 2,59 | 3,02  | 1,46 | 6,46 | 1,41  |
| <b>Endividamento Geral</b>               | Média         | 0,57 | 0,52  | 0,51 | 0,70 | 0,48  |
| (Passivo / Ativo Total)                  | Desvio Padrão | 1,62 | 1,23  | 1,46 | 6,46 | 1,41  |
| <b>Endividamento MLP</b>                 | Média         | 0,03 | 0,04  | 0,15 | 0,19 | 0,20  |
| (Passivo MLP/ Ativo Total)               | Desvio Padrão | 0,62 | 0,66  | 0,98 | 1,58 | 1,04  |
| <b>Endividamento CP</b>                  | Média         | 0,53 | 0,48  | 0,36 | 0,51 | 0,28  |
| (Passivo CP/ Ativo Total)                | Desvio Padrão | 1,62 | 1,23  | 1,46 | 6,46 | 1,32  |
| <b>Grau Financeiro de Alavanca</b>       | Média         | 1,38 | 1,45  | 1,23 | 0,72 | 0,77  |
| (RO / RAI)                               | Desvio Padrão | 9,78 | 14,57 | 5,22 | 9,30 | 11,27 |
| <b>ROE (Formula DuPont)</b>              | Média         | 0,09 | 0,12  | 0,14 | 0,14 | 0,13  |
| (RL/V)x(V/Ativo)x(Ativo/Capital Próprio) | Desvio Padrão | 0,88 | 1,08  | 0,66 | 1,01 | 3,07  |



**Solvabilidade:** as empresas em média apresentam uma relação razoável em termos dos valores evidenciados demonstrando por este rácio algum envolvimento dos acionistas no esforço de envolvimento. Os valores dos desvios padrão são no entanto evidenciadores de que a amostra tinha uma elevada dispersão no que a esta análise diz respeito.

**Autonomia Financeira:** No seguimento do que o rácio de solvabilidade já havia de certa forma indicado, neste rácio percebe-se que em média as empresas sustentam mais de 40% dos seus ativos em Capitais Próprios. A dispersão de valores nas observações foi também significativa, conforme o evidenciam os números dos Desvios Padrão.

**Endividamento:** Estes rácios apresentam valores médios, o que transmite uma imagem de boa capacidade de endividamento, no entanto, a evidência não só da análise média, como a das empresas uma por uma, permitiu perceber que a maioria das empresas se financia no curto prazo e com baixos valores. A dispersão nas observações foi mais uma vez evidente.

**Grau Financeiro de Alavanca:** a média dos rácios obtidos, dão uma imagem de empresas em que o recurso a financiamento é baixo, razão pela qual os valores entre Resultados Operacionais, sendo semelhantes permitem rácios perto da unidade, o que é revelador de baixos valores de custos de financiamento. No entanto a confirmação destas conclusões fica difícil face à elevada dispersão evidenciada na análise de valores das diversas entidades.

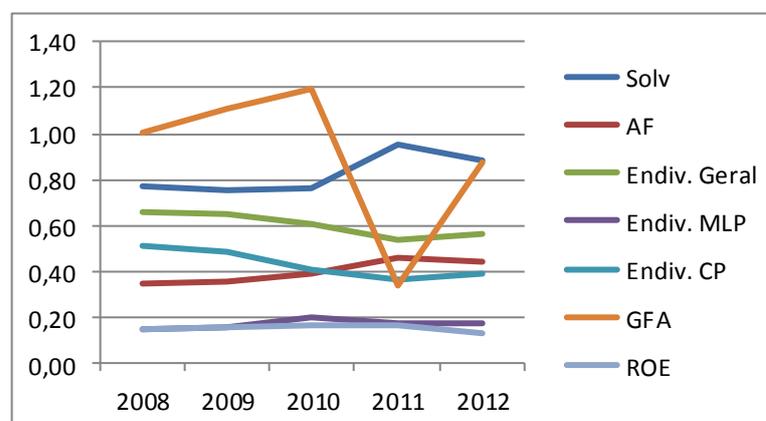
**ROE:** as rentabilidades evidenciadas em média, acima dos dois dígitos percentuais, são à partida boas referências de rentabilidade para a maioria das áreas económicas. A dispersão nas observações é mais uma vez elevada.

Em termos globais, a leitura dos valores dos rácios observados, traduz por parte dos pequenos acionistas, característicos das “Micro-Empresas”, um certo controlo da atividade baseada numa forte participação de Capitais Próprios e reduzido impacto de Capitais Alheios.

Sendo uma forma de gestão defensiva que reduz a influência do domínio de terceiros sobre a atividade, limita-lhe no entanto a capacidade de crescimento e de conquista de novos mercados.

**TABELA X - Estudo de Rácios: PME's da Indústria do Calçado**

| PME's                                    |               |      |       |      |      |       |
|--|---------------|------|-------|------|------|-------|
| (22 - PME's)                             |               |      |       |      |      |       |
| RÁCIOS                                   |               | 2008 | 2009  | 2010 | 2011 | 2012  |
| <b>Solvabilidade</b>                     | Média         | 0,77 | 0,75  | 0,77 | 0,95 | 0,88  |
| (Capital Próprio / Passivo)              | Desvio Padrão | 1,03 | 3,15  | 5,34 | 7,64 | 3,86  |
| <b>Autonomia Financeira</b>              | Média         | 0,34 | 0,35  | 0,39 | 0,46 | 0,44  |
| (Capital Próprio/ Ativo)                 | Desvio Padrão | 0,18 | 3,02  | 3,00 | 0,99 | 2,93  |
| <b>Endividamento Geral</b>               | Média         | 0,66 | 0,65  | 0,61 | 0,54 | 0,56  |
| (Passivo / Ativo Total)                  | Desvio Padrão | 0,18 | 1,23  | 1,46 | 6,46 | 1,41  |
| <b>Endividamento MLP</b>                 | Média         | 0,15 | 0,16  | 0,20 | 0,17 | 0,17  |
| (Passivo MLP/ Ativo Total)               | Desvio Padrão | 0,20 | 0,83  | 0,98 | 1,58 | 1,04  |
| <b>Endividamento CP</b>                  | Média         | 0,51 | 0,49  | 0,41 | 0,37 | 0,39  |
| (Passivo CP/ Ativo Total)                | Desvio Padrão | 0,21 | 1,23  | 1,46 | 6,46 | 1,32  |
| <b>Grau Financeiro de Alavanca</b>       | Média         | 1,01 | 1,11  | 1,20 | 0,34 | 0,88  |
| (RO / RAI)                               | Desvio Padrão | 6,38 | 14,57 | 5,22 | 9,30 | 11,27 |
| <b>ROE (Formula DuPont)</b>              | Média         | 0,15 | 0,15  | 0,16 | 0,17 | 0,13  |
| (RL/V)x(V/Ativo)x(Ativo/Capital Próprio) | Desvio Padrão | 0,17 | 1,08  | 0,66 | 1,01 | 3,07  |



**Solvabilidade:** este rácio evidencia valores semelhantes aos observados nas “Micro-Empresas” estudadas, sendo as conclusões a retirar da observação dos valores idêntica à feita anteriormente. A dispersão de valores é também elevada.

**Autonomia Financeira:** Este rácio apresenta valores também semelhantes às Micro-Empresas, o que é imagem de políticas de gestão semelhantes às das empresas referidas. Mais uma vez a dispersão de valores foi também evidente nesta análise.

**Endividamento:** Este rácio apresenta valores razoáveis, que fazem supor que algum do financiamento obtido por Capitais Alheios se assume sob a forma de Médio/Longo Prazos, ao contrário do que verificou nas Micro-Empresas. No entanto, a maioria do financiamento é mais evidente em capitais de curto prazo. A dispersão nas observações foi menos evidente nestes rácios.

**Grau Financeiro de Alavanca:** Não são valores particularmente elevados os que se apresentam ao nível da alavancagem, sinal da pouca influência dos capitais alheios no financiamento da empresa. Essa foi pelo menos a imagem de média das observações, pois a elevada dispersão das observações comprovou a evidência da análise feita em cada empresa, em que as atitudes de financiamento eram visivelmente diferentes.

**ROE:** as rentabilidades evidenciadas apresentam-se em bons valores, no entanto, a dispersão das observações cria mais uma vez a ideia da dificuldade de assumir uma média de resultados para este grupo de empresas.

Em termos globais, os rácios da PME's revelam valores ligeiramente diferentes no que diz respeito à forma de sustentação do negócio, sendo observadas evidências nos rácios de maior recurso a capitais alheios no funcionamento da atividade.

Não existindo disponível para consulta muita informação relevante noutras fontes sobre o mercado da Indústria de Calçado, não se pode em abono da verdade questionar na sua totalidade os resultados observados nesta amostra.

De qualquer modo, foi possível apurar pela consulta de “2ª Conferência da Central de Bancos de Portugal; Análise do Setor do Calçado” (2012), da autoria de Homero Gonçalves, que no período entre 2007 e 2011 se observou uma redução do crédito, que a Autonomia Financeira média das empresas do setor rondou os 32%, e que se verifica uma certa estagnação em termos do desenvolvimento da atividade.

Também neste estudo, é referido que em 2011 a Rentabilidade dos Capitais Próprios se situou num valor médio de 7,4%.

### 5.3. Análise de evolução do Valor dos Capitais Próprios das empresas da Indústria do Calçado

Relativamente aos Capitais Alheios e aos Capitais Próprios, a análise dos dados das Micro-Empresas e das PME's permitiu aferir da seguinte evolução média de valores:

**TABELA XI - Estudo da Evolução de Capitais Próprios e Alheios nas Micro-Empresas e PME's da Indústria do Calçado**

|                |                         | 2008        | 2009        | 2010        | 2011        | 2012        | Média       |
|----------------|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Micro-Empresas | Media Capitais Próprios | 97 090 €    | 100 888 €   | 114 018 €   | 109 895 €   | 119 021 €   | 108 183 €   |
|                | Media Capitais Alheios  | 230 574 €   | 235 990 €   | 226 218 €   | 233 629 €   | 254 422 €   | 236 167 €   |
| PME's          | Media Capitais Próprios | 740 202 €   | 763 167 €   | 833 795 €   | 886 052 €   | 925 850 €   | 829 813 €   |
|                | Media Capitais Alheios  | 1 796 573 € | 1 843 030 € | 2 303 331 € | 2 303 103 € | 2 413 366 € | 2 131 881 € |

Embora se verifique uma evolução dos Capitais Próprios em termos médios ao longo dos anos estudados, essa evolução não é no entanto consistente (pois em 2011 as Micro-Empresas evidenciam diminuição, bem como as PME's em 2012), nem se sustenta em valores de crescimento muito elevado.

O nível de Endividamento Médio observado é baixo nas Micro-Empresas não evidenciando crescimento assinalável. Ao nível das PME's esse valor é mais significativo, mas o crescimento do mesmo ao longo dos anos estudados é também pouco evidente.

### 5.4. Análise do Valor da Empresa

Tendo em conta os valores de trabalho para análise, o estudo do Valor da Empresa baseou-se na relação entre o Capital Próprio (variável dependente) e o Endividamento de MLP e de CP (variáveis independentes), sendo para isso utilizado a Regressão Linear como ferramenta estatística de trabalho.

Esse estudo passou por analisar primeiramente as 66 empresas da amostra obtida e posteriormente, cada um dos grupos organizados para análise (N = 44 para a Micro-Empresas; N = 22 para as PME's).

Essa relação foi primeiro estudada sob a forma de uma Regressão Linear Simples, em que a variável dependente foi estudada em relação a cada uma das independentes, mas também em relação ao total do Endividamento.

Seguidamente, foi feito um estudo de análise de Regressão Linear Múltipla em que se tentou aferir sobre o efeito de valor na variável dependente, das variáveis de Endividamento de MLP e CP em conjunto, relativamente a cada um dos grupos de empresas agregadas para análise.

#### 5.4.1. Análise de Regressão Linear Simples entre as variáveis Capital Próprio, Endividamento Total, Endividamento de MLP e Endividamento de CP

O estudo da Regressão Linear Simples proporcionou a observação dos resultados que seguidamente se explanam e analisam.

**Tabela XII - Análise de Relação entre o Valor das Empresas e o Endividamento: 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 66 Empresas)

| Varáveis Independentes | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|------------------------|---------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Endividamento Total    | 0,380         | 13,275 ***     | 0,000 | 0,350          | 176,231 ***    | 0,000          |
| Endividamento MLP      | 0,660         | 7,974 ***      | 0,000 | 0,162          | 63,591 ***     | 0,000          |
| Endividamento CP       | 0,511         | 13,118 ***     | 0,000 | 0,344          | 172,074 ***    | 0,000          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

O “*pvalue*” e as “*significâncias de F*”, de qualquer uma das Regressões estudadas conferem significância ao estudo, deixando entrever que haverá uma forte relação entre o crescimento de valor dos Capitais Próprios face ao Endividamento. Como reflexo dessa relação, as “*estatísticas de t*” e as “*estatísticas de F*”, terão de ser entendidas como valores que também serão relevantes na relação entre as variáveis.

Ao nível do  $R^2$  registados nas 3 correlações estudadas, verifica-se também um resultado que se pode considerar bom, face às características da área de estudo e aos dados obtidos.

**Tabela XIII - Análise de Relação entre o Valor das Micro-Empresas e o Endividamento: 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 44 Micro-Empresas)

| Varáveis Independentes | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|------------------------|---------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Endividamento Total    | -0,007        | -0,120         | 0,905 | 0,000          | 0,014          | 0,905          |
| Endividamento MLP      | 0,044         | 0,368          | 0,714 | 0,001          | 0,135          | 0,714          |
| Endividamento CP       | -0,021        | -0,336         | 0,737 | 0,001          | 0,113          | 0,737          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

O “*pvalue*” e as “*significâncias de F*”, de qualquer uma das Regressões estudadas conferem pouca significância ao estudo, não permitindo entrever se haverá ou não uma relação entre o crescimento de valor dos Capitais Próprios face ao Endividamento. Sendo os valores referidos muito acima das medidas estatísticas razoáveis não é de facto possível assegurar que exista a relação referida. Este facto vai de certa forma ao encontro daquilo que foi observado no estudo de rácios, em que foi possível perceber que as Micro-Empresas da Indústria do Calçado não evidenciavam em média grandes níveis de Endividamento.

Ao nível do  $R^2$  registados nas 3 regressões estudadas, verifica-se também um resultado muito baixo que não confere grau de relevância às correlações entre as variáveis.

As “*estatísticas t*” e a “*estatísticas F*”, bem como os coeficientes de “*b*” observados não são suscetíveis de poder produzir conclusões.

**Tabela XIV - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento:  
2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 22 PME's)

| Varáveis Independentes | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|------------------------|---------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Endividamento Total    | 0,213         | 3,581 **       | 0,001 | 0,106          | 12,823 **      | 0,001          |
| Endividamento MLP      | 0,203         | 1,462          | 0,147 | 0,019          | 2,137          | 0,147          |
| Endividamento CP       | 0,298         | 3,830 ***      | 0,000 | 0,120          | 14,667 ***     | 0,000          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

O “*pvalue*” e as “*significâncias de F*”, das Regressões estudadas conferem boa relação entre a variável dependente relativamente ao Endividamento Total, e à variável dependente em relação ao Endividamento de CP. Os valores observados, transmitem de fato alguma convicção de que no caso destas empresas existe uma relação forte entre o Endividamento e o aumento de Valor dos Capitais Próprios.

Já o mesmo não pode ser dito quando se observa a Regressão Linear entre os Capitais Próprios e o Endividamento de MLP, pois os valores de “*pvalue*” e as “*significâncias de F*” são demasiado elevados para se poder tirar conclusões sobre a relação entre as variáveis.

A análise dos valores de R<sup>2</sup> transmite-nos a mesma convicção daquilo que tinha sido observado nos valores de análise já referidos, ou seja, há um nível de relação importante entre os Capitais Próprios e Endividamento Total e depois entre o Capital Próprio e o Endividamento de CP; sendo no entanto baixos quando se analisa a regressão entre Capitais Próprios e Endividamento de MLP.

Da análise separada de Micro-Empresas e PME's, fica a ideia de que os bons níveis de relação evidenciados aquando estudadas todas as 66 empresas da amostra, de que essa boa relação e indicador entre a variável dependente e o endividamento, poderá estar relacionado particularmente com as PME's e nestas a razão maior para o reflexo no valor da empresa, derivará do Endividamento de CP.

Tendo em conta esse último aspeto, foi estudado o comportamento da regressão nas PME's ao longo dos 5 anos de dados coligidos.

**Tabela XV - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento  
Total: de 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 22 PME's)

| Anos | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|------|---------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| 2008 | 0,210         | 1,263          | 0,221 | 0,074          | 1,596          | 0,221          |
| 2009 | 0,186         | 1,431          | 0,168 | 0,093          | 2,048          | 0,168          |
| 2010 | 0,226         | 1,924 *        | 0,069 | 0,156          | 3,702 *        | 0,069          |
| 2011 | 0,174         | 1,336          | 0,197 | 0,082          | 1,785          | 0,197          |
| 2012 | 0,274         | 1,709          | 0,103 | 0,127          | 2,919          | 0,103          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

Estudada a regressão linear entre a variável dependente, Capital Próprio e a variável independente Endividamento total ao longo dos 5 anos sobre os quais existiam dados de estudo, fica a ideia de que há um ano em que existe uma maior possibilidade de o valor da empresa estar relacionado em parte pelo Endividamento.

Em 2010, o valor do “*pvalue*”, bem como as “**significâncias de f**” apresentam valores que podem de certa forma confirmar uma relação entre as variáveis estudadas, o mesmo sendo de alguma forma confirmado pelo valor de **R<sup>2</sup>**.

Excluindo o ano de 2010, todos os valores estatísticos observados nos retornam valores que não permitem obter conclusões sobre a relação entre as variáveis estudadas.

**Tabela XVI - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento de  
MLP: de 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 22 PME's)

| Anos | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|------|---------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| 2008 | -0,155        | -0,265         | 0,793 | 0,004          | 0,070          | 0,793          |
| 2009 | 0,236         | 0,935          | 0,361 | 0,042          | 0,875          | 0,361          |
| 2010 | 0,228         | 0,880          | 0,389 | 0,037          | 0,774          | 0,389          |
| 2011 | 0,253         | 0,694          | 0,496 | 0,024          | 0,482          | 0,496          |
| 2012 | 0,143         | 0,369          | 0,716 | 0,007          | 0,136          | 0,716          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

Continuando a análise das PME's, e tentando aferir da relação entre valor da empresa pela ótica do aumento de valor dos Capitais Próprios, face à variável independente Endividamento de MLP, fica a ideia pelos valores de “*pvalue*” e das “**significâncias de F**”, bem como pelos valores de  $R^2$ , de por esta via de endividamento não existir uma relação aparente, razão pela qual, com base nos valores nada se pode concluir.

**Tabela XVII - Análise de Relação entre o Valor das PME's e o Endividamento de CP: de 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta \text{Endividamento} + \varepsilon$$

(N = 22 PME's)

| Anos | coeficiente b | estatísticas t | pv    | $R^2$ | estatísticas F | significâncias |
|------|---------------|----------------|-------|-------|----------------|----------------|
| 2008 | 0,271         | 1,502          | 0,149 | 0,101 | 2,256          | 0,149          |
| 2009 | 0,199         | 1,170          | 0,256 | 0,064 | 1,369          | 0,256          |
| 2010 | 0,346         | 2,116 **       | 0,047 | 0,183 | 4,477 **       | 0,047          |
| 2011 | 0,218         | 1,341          | 0,195 | 0,082 | 1,798          | 0,195          |
| 2012 | 0,555         | 2,454 **       | 0,023 | 0,231 | 6,021 **       | 0,023          |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

Quando analisada a relação entre a variável dependente Capitais Próprios, face à independente Endividamento de CP, há fortes indícios de poder haver uma relação positiva de valores de acordo com os valores estatísticos observados.

Em 2010 e 2012, não só os “*pvalues*”, bem como as “**significâncias de F**”, assim como o valor do  $R^2$  evidenciam valores que apontam do sentido de haver relação entre o Endividamento de CP e o valor dos Capitais Próprios.

Em 2008, 2009 e 2011, os valores observados nas variáveis referidas não permitem tirar grandes ilações quando à eventual relação entre as variáveis referidas.

#### **5.4.2. Análise de Regressão Linear Múltipla entre as variáveis Capital Próprio, Endividamento de MLP e Endividamento de CP**

Do estudo da Regressão Linear Múltipla entre as variáveis de Endividamento de MLP e de CP, resultaram os resultados que em seguida se expõem, bem como a análise dos mesmos.

**Tabela XVIII - Análise de Relação entre o Valor das Micro-Empresas face ao Endividamento de MLP e de CP: de 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta EndMlp + c \times \Delta EndCP + \varepsilon$$

(N = 44 Micro-Empresas)

| Variáveis Independentes | coeficientes "b/c" | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|-------------------------|--------------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Endividamento MLP       | 0,048              | 0,395          | 0,693 | 0,001          | 0,134          | 0,875          |
| Endividamento CP        | -0,023             | -0,365         | 0,715 |                |                |                |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

Na análise desta regressão linear múltipla entre a variável dependente, Capitais Próprios e as independentes, Endividamento de MLP e CP, são-nos devolvidos valores em termos de “*pvalue*”, “**significâncias de F**”, e **R<sup>2</sup>** que levam a não se poder concluir nada sobre a possível existência de criação de valor nos Capitais Próprios por acção conjunta do endividamento sob a forma de MLP ou de CP ao nível das Micro-Empresas estudadas.

Os outros valores estatísticos exibidos, sendo função dos referidos, não podem também por si ser conclusivos de qualquer relação entre as variáveis estudadas.

Esta análise é de certa forma uma ilustração do que já antes tinha sido possível constatar quando analisadas as Micro-Empresas em termos da ação do endividamento como fator gerador de valor para a empresa, já que nessas mesmas análises nada se pôde também concluir no sentido do referido.

**Tabela XIX - Análise de Relação entre o Valor das PME's face ao Endividamento de MLP e de CP: de 2008 a 2012**

$$\Delta CP = a + b \times \Delta EndMlp + c \times \Delta EndCP + \varepsilon$$

(N = 22 PME's)

| Variáveis Independentes | coeficientes "b/c" | estatísticas t | pv    | R <sup>2</sup> | estatísticas F | significâncias |
|-------------------------|--------------------|----------------|-------|----------------|----------------|----------------|
| Endividamento MLP       | 0,046              | 0,333          | 0,740 | 0,120          | 7,329          | ***<br>0,001   |
| Endividamento CP        | 0,289              | 3,507 ***      | 0,001 |                |                |                |

Nota: \*, \*\*, \*\*\*, com significância estatística ao nível, respetivamente de: 10%, 5% e 1%.

Nesta análise de regressão múltipla há uma variável independente, o Endividamento de CP, que revela ter fortes indícios de relação com a variável dependente, Capitais Próprios. Os valores de “*pvalue*”, bem como as “*significâncias de F*”, são disso uma prova. Também o valor de  $R^2$ , ao exibir um valor de 0,120 se pode aceitar como razoável em termos de evidência de relação entre as variáveis.

Já a relação com a variável independente, Endividamento de MLP parece ser menos forte face aos valores obtidos nos elementos estatísticos de medida referidos para o Endividamento de CP.

Em concreto, a ação conjunta das variáveis independentes comprovam que há uma forte possibilidade de ter sido criado valor nos valores dos Capitais Próprios por ação ou influência do Endividamento. No entanto, conforme já tinha sido também mais evidente quando estudados os dados de referência sob a forma de uma Regressão Linear Simples é mais ao nível do Endividamento de CP que se faz sentir essa propensão para a criação de valor nas empresas.

Quer isto dizer que o Endividamento de MLP não gera valor nas empresas ao nível dos Capitais Próprios? De todo. O que se pôde de alguma forma perceber foi que os dados da amostra não conseguiam provar essa evidência, mas tal pode ser até de facto às características da própria amostra e não a uma falha do modelo de estudo naquilo em que a teoria de Modigliani & Miller se baseia.

## **6. Conclusões**

### **6.1. Comentários ao estudo efetuado**

A observação dos dados quantitativos, o estudo de teorias, a análise de publicações e artigos científicos, levaram-me sem dúvida a ter hoje uma visão mais completa e concreta de uma área económica de bastante importância para o país, a Indústria do Calçado.

#### **Evolução Histórica do mercado do calçado e sua importância na Economia Portuguesa**

Este trabalho fez-me entender a importância da Indústria do Calçado em Portugal em aspetos como a criação de emprego em áreas bastantes populosas e carenciadas em termos económicos (já que a maior parte do volume de produção se situa em regiões do Norte de Portugal em que o nível de vida das populações não é elevado).

Tem realce para o mercado nacional, já que permite que haja uma oferta variada de calçado e a preços diferenciados, o que permite também por aí satisfazer necessidades importantes da nossa população, seja qual for o extracto social e o poder de compra dos cidadãos.

Mas esta indústria é também importante em termos do mercado internacional, marcando presença assídua em certames e feiras internacionais, o que tem levado a que estes nossos produtos sejam cada vez mais apreciados um pouco por esse mundo fora.

#### **Evolução Económica do mercado do calçado na Economia Portuguesa**

Pese embora a importância percebida e referida nos meus estudos sobre a Indústria do Calçado, e até a sua capacidade de sobrevivência em tempos de crise, para além daquilo que a maioria das indústrias do país evidencia, nota-se uma certa estagnação na evolução mercados, facto a que eventualmente poderá não ser alheio o facto de mais de 80% da produção estar nas “mãos” de Micro-Empresas e PME’s.

Estas entidades não só não apresentam um grande crescimento em termos de volume de negócios, como até ao nível da empregabilidade, e a julgar pelos dados do Banco de Portugal antes referidos, não se denota grande crescimento.

É perceptível alguma evolução no investimento produtivo em termos de equipamentos, mas também não muito evidentes, tendo até em alguns dos casos de empresas estudadas sido notado que o valor das Amortizações é muito baixo, sinal de que os Ativos Fixos associados à Capacidade Instalada estarão já no fim do seu ciclo de vida, ou até já o atingiram.

Fica pela visão dos dados e das leituras soltas em algumas entrevistas a responsáveis a ideia que muitas das empresas assentam em bases de “Empresas Familiares”, facto aliás bem típico do tecido empresarial português, mas que sendo útil, quando não dinamizado, estagna e morre.

É eventualmente essa forma de ver e de viver estes negócios na Indústria do Calçado que faz com que a mesma não apresente grande nível de endividamento, talvez no sentido de garantir que a condução dos negócios não passe por “mãos alheias” ao mesmo.

### **Custo de Capital do mercado do calçado na Economia Portuguesa**

Tendo em atenção que os últimos números obtidos apontam para a existência de 2208 empresas a atuar na Indústria do Calçado (dados anteriormente referidos e obtidos na AEP – Câmara de Comércio e Indústria), e que a amostra de fundamentação deste trabalho se baseou em 66 empresas, a dimensão da amostra é pois de 3%.

Não existindo outros artigos, pelo menos conhecidos do autor deste trabalho que tenham seguido a mesma via de pesquisa e análise em termos de objetivos torna-se pois difícil comparar resultados e deduzir se os valores e conclusões são passíveis de erro ou de se afastarem em muito de outros trabalhos antes produzidos.

### **Até que ponto o mix de Capitais escolhido pelos empresários da Indústria do Calçado acrescenta valor às suas empresas?**

Ao longo das análises elaboradas, e em particular as de estudo de valor, foi de alguma forma sendo evidente que algumas das Regressões levam a concluir que existe uma forte possibilidade de o aumento de valor de algumas empresas da Indústria do Calçado ter sido induzido pela utilização de Endividamento e especial de Endividamento sob a forma de CP.

Relembrando e resumindo os valores apurados para melhor apresentar as minhas conclusões as regressões estudadas proporcionaram-me a seguinte observação de valores, tendo em conta que a variável dependente foi sempre a dos Capitais Próprios:

|                           | Variáveis Independentes | coeficiente b | estatísticas t | pv    | R2    | estatísticas F | significâncias |
|---------------------------|-------------------------|---------------|----------------|-------|-------|----------------|----------------|
| N = 66 Empresas           | Endividamento Total     | 0,380         | 13,275         | 0,000 | 0,350 | 176,231        | 0,000          |
|                           | Endividamento MLP       | 0,660         | 7,974          | 0,000 | 0,162 | 63,591         | 0,000          |
|                           | Endividamento CP        | 0,511         | 13,118         | 0,000 | 0,344 | 172,074        | 0,000          |
| N = 44 Micro-<br>Empresas | Endividamento Total     | -0,007        | -0,120         | 0,905 | 0,000 | 0,014          | 0,905          |
|                           | Endividamento MLP       | 0,044         | 0,368          | 0,714 | 0,001 | 0,135          | 0,714          |
|                           | Endividamento CP        | -0,021        | -0,336         | 0,737 | 0,001 | 0,113          | 0,737          |
| N = 22 PME's              | Endividamento Total     | 0,213         | 3,581          | 0,001 | 0,106 | 12,823         | 0,001          |
|                           | Endividamento MLP       | 0,203         | 1,462          | 0,147 | 0,019 | 2,137          | 0,147          |
|                           | Endividamento CP        | 0,298         | 3,830          | 0,000 | 0,120 | 14,667         | 0,000          |

**Nota:** correlações mais evidentes em sombreado a cinzento.

Com base na Correlação Linear Simples, a relação entre as variáveis independentes relativamente ao Capital Próprio evidencia uma forte relação quando estudada em bloco na amostra de 66 empresas. No entanto, quando se reduziu a análise para uma amostra estratificada por Micro-Empresas e PME's, ficou vincado que essa mesma relação de valor era mais evidente quando estudado o Endividamento Total ou apenas pelo Endividamento de CP.

Quando a análise de regressão se baseou em termos de Regressão Linear Múltipla, em resumo os resultados evidenciados foram os seguintes (mantendo os Capitais Próprios como variável dependente):

|                           | Variáveis Independentes | coeficientes "b/c" | estatísticas t | pv    | R2    | estatísticas F | significâncias |
|---------------------------|-------------------------|--------------------|----------------|-------|-------|----------------|----------------|
| N = 44 Micro-<br>Empresas | Endividamento MLP       | 0,048              | 0,395          | 0,693 | 0,001 | 0,134          | 0,875          |
|                           | Endividamento CP        | -0,023             | -0,365         | 0,715 |       |                |                |
| N = 22 PME's              | Endividamento MLP       | 0,046              | 0,333          | 0,740 | 0,120 | 7,329          | 0,001          |
|                           | Endividamento CP        | 0,289              | 3,507          | 0,001 |       |                |                |

**Nota:** correlações mais evidentes em sombreado a cinzento.

Também esta forma de análise se comprovou que existe uma relação mais forte entre a variável Endividamento de CP em relação aos Capitais Próprios, mesmo quando analisada em conjunto com a variável independente, Endividamento de MLP.

Face ao exposto, e com base nessa relação forte evidenciada em mais do que uma análise produzida, é-me possível concluir que existe uma relação entre o valor das empresas, considerando o valor sob a ótica dos Capitais Próprios, pela ação do Endividamento de CP.

Não foi possível concluir sobre se essa relação também existirá ao nível do Endividamento de MLP, devido em particular às características da amostra em que essa forma de financiamento era pouco significativa, mais ainda, quando estudada ao nível das Micro-Empresas.

## **6.2 Limitações ao estudo efetuado**

Como limitações a conclusões mais profundas no trabalho há a referir a dimensão da amostra, a qual se revelou de fato exígua e com elevada dispersão de valores nalgumas variáveis.

Esse fato levou nomeadamente a que na análise de rácios as médias de valores observados se situassem normalmente em pontos bem distantes dos desvios padrão apurados.

A qualidade da amostra, em que predominavam muitos casos de empresas em que a utilização de capitais alheios era quase nula, em particular ao nível do MLP tornaram também difícil concretizar o objetivo principal, ou seja, o de apurar sobre a influência do Endividamento na criação de valor na empresa por ação nos Capitais Próprios.

Outra limitação ao estudo, revelou-se ao nível da análise da composição dos Passivos de Curto Prazo, já que a ausência de informação concreta sob a composição dos mesmos, não permitiu aferir sob até que ponto, alguns dos mesmos não se pudessem enquadrar nos Passivos de Médio/Longo Prazos.

Em termos trabalhos futuros, fica-me a noção de que uma amostra mais rica em dimensão e informação de pormenor, pode proporcionar a obtenção de informação que leve a uma maior noção de real influência do Endividamento de MLP sobre todas as empresas atuando no mercado, sejam elas Micro-Empresas, PME's ou Grandes Empresas.

## Bibliografia

**de Almeida visconde da Lapa, Manoel.** (1815). “*Memórias Económicas da Academia Real das Sciencias de Lisboa*”. <https://archive.org/details/memoriaseconomic06acad>, visitado em 24 de Setembro de 2014, às 22:20.

**APICCAPS**, (2007 ). “*Indústria do Calçado: Plano Estratégico – 2007-2013*”.

**Banco de Portugal**, (2012). “*Análise Setorial da Indústria do Calçado*”. Estudos da Central de Balanços.

**Brealey & Myers** (1998), “*Fundamentals of Corporate Finance*”. McGraw-Hill.

**CGD**, (2010). “*Desenvolvimento da Economia Portuguesa*”.

**CGD**, (2012). “*Calçado Nacional*”: uma indústria com vocação exportadora”. Artigo publicado no “Diário Económico de 20 de Dezembro de 2013.

**Correia, Patrícia S.**, (2003). “*Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas*”. Faro. Dissertação de Mestrado Finanças Empresariais. Faculdade de Economia da Universidade do Algarve.

**Durand, D.** (1959). “*The cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment. Comment*”. Nashville. American Economic Association.

**GPEARI** - Min. das Finanças e da Administração Pública de Portugal, (2008). “*Economia Portuguesa*”.

**INE**, (2001). “*Estatísticas Históricas Portuguesas*”

**INE**, (2008). “*Empresas em Portugal 2008*”.

**INE**, (2008). “*Micro, Pequenas e Médias Empresas em Portugal*”.

**INE**, (2009). “*Empresas em Portugal 2009*”.

**INE**, (2010). “*Anuário Estatístico*”.

**Júnior, Francisco P. S.**, (2012). “*Estrutura do capital das PME’s e das Grandes empresas: uma análise comparativa*”. Coimbra. Dissertação de Mestrado em Gestão, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

**Leite, Inês M. C.** (2013). “*A Internacionalização das empresas portuguesas da indústria do calçado e a relação com a volatilidade das vendas e resultados*”. Póvoa de Varzim. Dissertação de Mestrado em Finanças Empresariais, Instituto Politécnico do Porto, Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão.

**Maias, Hélder M. C.** (2013). “*Fatores determinantes na Performance de Exportação da Indústria Portuguesa do Calçado*”. Coimbra. Dissertação de Mestrado em Marketing, Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

**Marques, Vanessa V.**, (2013). “*Exportações e Competitividade: a Indústria do Calçado em Portugal*”. Lisboa. Dissertação de Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças Empresariais, ISEG, Lisboa.

**Modigliani, F e Miller**, (1958). “*The cost of the Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*”. Nashville. American Economic Review.

**Modigliani, F e Miller**, (1963). “*Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*”. New York. Macmillan Publishing Co. Inc.

**das Neves, João C. N.** (2000). “*Análise Financeira*”. Texto Editora.

**das Neves, João C. N.** (2012). “*Análise e Relato Financeiro: uma visão integrada de Gestão*”. Texto Editora.

**Paulo, Diana N. A.** (2009). “*Empresas Familiares – Sucessão Competente*”. Lisboa. Dissertação de Tese de Mestrado em Ciências Empresariais.

**Pinho, Carlos e Soares, Isabel.** (2008). “*Finanças: Mercados e Instrumentos*”. Editora Silabo.

**Pinto, Jaime N.** (2014). “*Portugal: os anos do fim*”. Alfragide. Editora D. Quixote.

**Quintar, Aimable e Zisswiller, Richard.** (1994). “*Teoria Financeira*”. Caminho: Biblioteca de Economia e Gestão.

**da Silva, Daniel F. A.** (2009). “*O Impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais*”. Porto: Dissertação de Mestrado em Finanças, Faculdade de Economia da Universidade do Porto.

**da Silva, Filipa R.** (2012). “*Estrutura de Capitais: Teste às teorias do trade-off versus pecking order*”. Guimarães: Dissertação de Mestrado em Finanças, Universidade do Minho.