

Universidades Lusíada

Peixoto, José Marco Novais

Falência e estratégias de recuperação : estudo de caso à Empresa Calçada Penha, S.A.

<http://hdl.handle.net/11067/5689>

Metadados

Data de Publicação	2020
Resumo	<p>Num mercado cada vez mais global e competitivo, a falência empresarial e as estratégias de recuperação são temas de crucial importância na sociedade atual. Os objetivos desta dissertação são analisar as causas de declínio empresarial, a previsão desta situação e as estratégias de recuperação utilizadas na empresa Calçado Penha, S.A., ao longo dos anos de 2015 a 2018. Para a prossecução destes objetivos realiza-se uma análise da sua situação económica e financeira, com base numa análise fundament...</p> <p>In an increasingly global and competitive market, business bankruptcy and recovery strategies are crucial issues in today's society. The objectives of this dissertation are to analyze the causes of business decline, the prediction of this situation and the recovery strategies used in the company Calçado Penha, S.A., over the years 2015 to 2018. To pursue these objectives, an analysis of its economic and financial situation, based on a fundamental analysis, from a static and dynamic perspective. ...</p>
Palavras Chave	Gestão, Falência, Empresas, Estratégias de recuperação, Empresa Calçado Penha S.A.
Tipo	masterThesis
Revisão de Pares	Não
Coleções	[ULP-FCEE] Dissertações

Esta página foi gerada automaticamente em 2024-04-23T16:29:39Z com informação proveniente do Repositório



Universidade Lusíada - Norte
Porto

Falência e Estratégias de Recuperação: estudo de caso à empresa Calçado Penha, S.A.



Dissertação de Mestrado **Gestão**

Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa **Universidade Lusíada Norte**

PORTO, 2020

José Marco Novais Peixoto



FACULDADE DE CIÊNCIAS
DA ECONOMIA E DA EMPRESA
Universidade Lusíada - Norte (Porto)



Universidade Lusíada - Norte
Porto

Falência e Estratégias de Recuperação: estudo de caso à empresa Calçado Penha, S.A.



Dissertação de Mestrado Gestão

Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa **Universidade Lusíada Norte**

PORTO, 2020

Trabalho efetuado sob a orientação do/a
Professora Doutora Isabel Oliveira

José Marco Novais Peixoto



FACULDADE DE CIÊNCIAS
DA ECONOMIA E DA EMPRESA
Universidade Lusíada - Norte (Porto)



**FACULDADE DE CIÊNCIAS
DA ECONOMIA E DA EMPRESA**
Universidade Lusíada - Norte (Porto)



FCEE

José Marco Novais Peixoto

Falência e Estratégias de Recuperação: estudo de
caso à empresa Calçado Penha, S.A.

Ge.

PORTO
2020

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, que investiram na minha educação e formação, e me apoiam incondicionalmente em todas as minhas decisões. Por tudo o que me proporcionam e por me acompanharem vivamente ao longo de toda a minha existência. A pessoa que hoje sou a vós o devo, obrigado por tudo!

À minha irmã mais nova, muitas vezes confidente e sempre pronta a ouvir. Espero ter sido um exemplo à altura. Obrigado por estares sempre aqui.

Aos meus amigos, aqueles que vêm desde sempre a abrilhantar a minha vida e criaram memórias inesquecíveis que me irão acompanhar para sempre. Obrigado por todos os bons momentos que vivemos e aqueles que ainda estão para serem vividos.

À minha Xana, não de sempre mas para sempre, que me atura todos os dias (uns mais difíceis que outros). Obrigado por todas as gargalhadas, cumplicidade e pelo facto de nunca deixares que me falte força e motivação para continuar mesmo nos momentos mais conturbados.

À minha orientadora, Professora Doutora Isabel Oliveira, por toda a sabedoria e disponibilidade partilhadas que foram preponderantes na realização e no enriquecimento desta dissertação.

Agradeço também à empresa Calçado Penha, S.A., pela recetividade e amabilidade de terem contribuído com informação crucial para a execução deste trabalho, nomeadamente ao gestor da empresa que sempre demonstrou abertura para me auxiliar em todas as questões que foram surgindo, por isso, muito obrigado.

ÍNDICE

AGRADECIMENTOS -----	i
ÍNDICE DE QUADROS -----	iv
ÍNDICE DE TABELAS -----	v
ÍNDICE DE FIGURAS -----	vi
LISTA DE ABREVIATURAS -----	vii
RESUMO -----	viii
PALAVRAS-CHAVE -----	viii
ABSTRACT -----	ix
KEYWORDS -----	ix

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO -----	1
1.1. Apresentação do Tema -----	1
1.2. Questões de Pesquisa e Objetivos -----	2
1.3. Estrutura da Dissertação -----	4

CAPÍTULO 2

REVISÃO DA LITERATURA -----	5
2.1. Falência Empresarial -----	5
2.1.1. Falência Tipo I -----	10
2.1.2. Falência Tipo II -----	12
2.1.3. Falência Tipo III -----	15
2.2. Modelos Previsionais de Falência -----	17
2.2.1. Modelo de Análise Univariada - Modelo de Beaver -----	18
2.2.2. Modelos de Análise Discriminante Múltipla – Modelo de Altman: Z-score -----	20
2.2.3. Modelos de Probabilidade Condicionada -----	22
2.2.3.1. Modelo <i>Logit</i> -----	23
2.2.3.2. Modelo <i>Probit</i> -----	26
2.2.4. Outros Modelos -----	27
2.3. Estratégias de Recuperação Empresarial – <i>Turnaround</i> -----	30

2.4.	Teoria da Resiliência Organizacional -----	31
2.5.	Processo de <i>Turnaround</i> -----	34
2.5.1.	Estratégia de Gestão de Recursos Humanos -----	37
2.5.2.	A Importância do Gestor no <i>Turnaround</i> das Empresas -----	41
2.5.3.	A Importância da Confiança no <i>Turnaround</i> das Empresas -----	46

CAPÍTULO 3

ESTUDO DE CASO -----	49
3.1.	Apresentação da Empresa ----- 50
3.2.	Metodologia ----- 56
3.3.	Enquadramento da Empresa ----- 59
3.4.	Teste dos Modelos Previsionais de Falência ----- 74
3.5.	Causas de Declínio e Estratégias Adotadas ----- 77

CAPÍTULO 4

CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS -----	82
--	-----------

BIBLIOGRAFIA -----	86
---------------------------	-----------

ANEXOS

ÍNDICE DE QUADROS

Quadro 1 -	Causas do Tipo I de Falência -----	12
Quadro 2 -	Causas do Tipo II de Falência -----	14
Quadro 3 -	Causas do Tipo III de Falência -----	16
Quadro 4 -	Vantagens e Limitações dos Modelos de Previsão de Falência ---	29
Quadro 5 -	Ciclo de Recuperação Empresarial -----	35
Quadro 6 -	Causas Exógenas e Endógenas do Declínio da Empresa -----	78

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Modelos de Previsão de Ohlson (1980) -----	25
Tabela 2 - Indicadores Financeiros -----	62
Tabela 3 - Graus de Alavancagem -----	72
Tabela 4 - Resultados de Previsão – <i>Z-score</i> -----	75
Tabela 5 - Resultados de Previsão – <i>Logit</i> -----	76

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 -	Relação entre as características Cognitivas do Gestor e os Resultados das Tentativas de <i>Turnaround</i> -----	44
Figura 2 -	Logótipo da Empresa Calçado Penha, S.A. -----	50
Figura 3 -	Design do Produto -----	51
Figura 4 -	Modelagem -----	51
Figura 5 -	Corte Manufaturado -----	52
Figura 6 -	Corte Através da Máquina de Laser -----	52
Figura 7 -	Costura -----	52
Figura 8 -	Preparação dos Cortes -----	53
Figura 9 -	Montagem dos Cortes na Forma -----	53
Figura 10 -	Colagem da Sola -----	53
Figura 11 -	Costura da Sola -----	53
Figura 12 -	Colocação de Pregos no Tacão -----	54
Figura 13 -	Pintura -----	54
Figura 14 -	Limpeza do Sapato -----	54
Figura 15 -	Colocação da Palmilha -----	55
Figura 16 -	Embalagem -----	55
Figura 17 -	Variação do Volume de Negócios da Empresa -----	56
Figura 18 -	Liquidez da Empresa -----	63
Figura 19 -	Liquidez do Setor -----	64
Figura 20 -	Prazo Médio de Pagamento e Recebimento da Empresa -----	65
Figura 21 -	Prazo Médio de Pagamento e Recebimento do Setor -----	65
Figura 22 -	Autonomia Financeira da Empresa -----	68
Figura 23 -	Autonomia Financeira do Setor -----	69
Figura 24 -	Rendibilidade do Ativo e do Capital Próprio da Empresa -----	71
Figura 25 -	Rendibilidade do Ativo e do Capital Próprio do Setor -----	71

LISTA DE ABREVIATURAS

EBIT – Resultado Operacional

MP – Matérias-primas

PME – Pequenas e Médias Empresas

PMP – Prazo Médio de Pagamento

PMR – Prazo Médio de Recebimento

RH – Recursos Humanos

SNC – Sistema de Normalização Contabilística

RESUMO

Num mercado cada vez mais global e competitivo, a falência empresarial e as estratégias de recuperação são temas de crucial importância na sociedade atual. Os objetivos desta dissertação são analisar as causas de declínio empresarial, a previsão desta situação e as estratégias de recuperação utilizadas na empresa Calçado Penha, S.A., ao longo dos anos de 2015 a 2018. Para a prossecução destes objetivos realiza-se uma análise da sua situação económica e financeira, com base numa análise fundamental, na perspetiva estática e dinâmica. Adicionalmente recorre-se a uma metodologia equiparada à seguida pelos autores dos modelos de previsão de falência (Altman, 1968 e Ohlson, 1980). Por último, analisa-se os fatores que provocaram a situação de dificuldade financeira, bem como as estratégias adotadas para inverter a situação.

As contribuições do presente trabalho são várias e distinguem-se dos restantes estudos nesta área. A falência é um flagelo que afeta cada vez mais empresas, e consequentemente as várias famílias dos colaboradores destas e, no limite, a situação económica de um país. É de todo importante encontrar formas de antecipar esta situação e averiguar as estratégias que podem ser implementadas para a contrariar, evitando assim a falência. Adicionalmente, existem poucos estudos empíricos com amostras de empresas portuguesas e pensa-se não existir nenhum estudo a empresas portuguesas do setor do calçado. Assim, esta dissertação vai permitir conhecer a realidade das empresas deste setor e as medidas mais adequadas para inverter situações de quebra.

Os resultados obtidos na análise dos indicadores económico-financeiros revelam que a empresa em estudo se encontra numa situação de declínio e o modelo *Logit* define que o seu risco de falência é superior a 50%, daí que seria possível prever a situação de crise antes de esta ocorrer. No caso particular das estratégias adotadas pela empresa Calçado Penha, S.A., os resultados obtidos revelam que a relação de confiança estabelecida ao longo dos anos entre a empresa e a empresa credora foi crucial para a sua recuperação económico-financeira.

Palavras-chave: Falência; Modelos de previsão de Falência; Estratégias de Recuperação.

ABSTRACT

In an increasingly global and competitive market, business bankruptcy and recovery strategies are crucial issues in today's society. The objectives of this dissertation are to analyze the causes of business decline, the prediction of this situation and the recovery strategies used in the company Calçado Penha, S.A., over the years 2015 to 2018. To pursue these objectives, an analysis of its economic and financial situation, based on a fundamental analysis, from a static and dynamic perspective. Additionally, a methodology similar to that followed by the authors of bankruptcy forecasting models is used (Altman, 1968 and Ohlson, 1980). Finally, the factors that caused the situation of financial difficulty are analyzed, as well as the strategies adopted to reverse the situation.

The contributions of the present work are several and are distinguished from the other studies in this area. Bankruptcy is a scourge that increasingly affects companies, and consequently the various families of their employees and, ultimately, the economic situation of a country. It is very important to find ways to anticipate this situation and find out the strategies that can be implemented to counter it, thus avoiding bankruptcy. Additionally, there are few empirical studies with samples of Portuguese companies and, it is believed that there is no study of Portuguese companies in the footwear sector. Therefore, this dissertation will allow to know the reality of the companies in this sector and the most appropriate measures to reverse situations of failure.

The results obtained in the analysis of the economic and financial indicators reveal that the company under study is in a situation of decline and, the Logit model defines that its risk of bankruptcy is greater than 50%, hence it would be possible to predict the situation of crisis before this occurs. In the particular case of the strategies adopted by the company Calçado Penha, S.A., the results obtained reveal that the relationship of trust established over the years between the company and the creditor company was crucial for its economic and financial recovery.

Keywords: Bankruptcy; Bankruptcy forecast models; Turnaround strategies

CAPÍTULO 1

INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação do Tema

Toda e qualquer empresa está sujeita a enfrentar uma situação de declínio ou até mesmo de falência, independentemente do seu setor de atividade ou dimensão. Como tal, atualmente, num mercado global e competitivo, o tema da falência das empresas tem vindo a ser uma preocupação cada vez mais vincada nas organizações.

A falência de uma empresa está relacionada com a sua incapacidade de cumprir com os seus compromissos de curto e longo prazo, isto é, a sua inaptidão de pagar as suas dívidas. Tal incapacidade é explicada por vários fatores que contribuem para a falência de uma empresa que podem ser divididos em dois tipos: (1) fatores endógenos, relacionados com as práticas internas da empresa; e (2) fatores exógenos à empresa e não controláveis por esta.

As perturbações económicas e financeiras contribuem, significativamente, para o declínio e a falência de muitas empresas não só em Portugal, como também no resto do mundo, provocando um impacto negativo na economia. Deste modo, torna-se evidente a necessidade de encontrar mecanismos eficazes de previsão que possam antecipar cenários semelhantes ao vivido pelas empresas numa pós-crise económico-financeira.

Assim, de forma a evitar possíveis consequências irreversíveis na estabilidade financeira das empresas, é fundamental o apoio de modelos preditivos que verifiquem, atempadamente, a possibilidade de falência de uma empresa.

Contudo, num cenário de crise, levanta-se um outro paradigma que consiste em definir estratégias eficientes de viabilização das organizações. Como tal, na literatura revista abordam-se estratégias de recuperação e resiliência organizacional que aumentam a probabilidade de sustentabilidade das empresas.

O sucesso da recuperação depende sobretudo da rapidez dos gestores para iniciarem políticas de recuperação, e ainda do tipo de resposta para as causas de declínio. A recuperação empresarial é, todavia um processo complexo e difícil, devido à multiplicidade de fatores que a condicionam. Fatores como a dimensão da empresa, a causa de declínio, os recursos disponíveis e o nível de declínio, estão diretamente relacionados com o tipo de estratégia a adotar para contrariar uma situação negativa para a empresa. Uma estratégia mal delineada e inadequadamente aplicada pode afetar, ainda mais, o desempenho da empresa.

1.2. Questões de Pesquisa e Objetivos

A realização da presente dissertação de mestrado foi motivada por três objetivos. Primeiro, desenvolver um estudo teórico sobre a falência empresarial e as suas causas, os modelos previsionais de falência bem como as estratégias de recuperação empresarial.

Segundo, analisar no estudo de caso a possibilidade de previsão da situação de crise da empresa Calçado Penha, S.A., recorrendo a uma análise da sua situação económica e financeira, com base numa análise fundamental, quer numa perspetiva estática em comparação com a média do setor, quer numa perspetiva dinâmica ao longo dos anos de 2015 a 2018, com uma análise à estrutura do Balanço e Demonstração de Resultados e com o cálculo e interpretação de alguns indicadores financeiros. Para a concretização deste objetivo recorre-se também a uma metodologia equiparada à seguida pelos autores dos modelos de previsão de falência (Altman, 1968 e Ohlson, 1980).

O terceiro objetivo prende-se com a análise dos fatores que provocaram a situação de dificuldades financeira da empresa, assim como as estratégias adotadas para inverter a situação da empresa Calçado Penha, S.A., evitando que esta recorra à falência. Esta análise é com base na revisão da literatura e numa entrevista realizada ao administrador da empresa.

A investigação desenvolvida nesta dissertação é relevante por vários fatores.

Atualmente, num mercado tão competitivo, a falência é um flagelo que afeta cada vez mais empresas e, conseqüentemente, as famílias que destas dependem para subsistir. Em termos macroeconómicos, a falência das empresas pode assumir um papel negativo na economia de um país.

Com este estudo de caso, espera-se contribuir para a consciencialização dos fatores responsáveis por uma situação de falência empresarial, bem como a importância dos modelos de previsão de falência, em particular nas empresas de calçado, onde se verifica uma carência de estudos na literatura para este setor. Estes modelos podem ser considerados instrumentos de gestão ou de alerta para os gestores, no sentido de tomarem medidas para antecipar uma situação de crise e, eventualmente, uma possível falência.

Esta investigação revela-se igualmente importante para as empresas que estão numa situação de declínio, na medida que permite conhecer as políticas de recuperação, cruciais aos gestores para adotarem estratégias adequadas à realidade da empresa.

São vários os fatores que diferenciam a análise empírica desenvolvida nesta dissertação dos estudos existentes. Primeiro, os estudos empíricos com amostras de empresas portuguesas são relativamente escassos. Segundo, pensa-se que não existe nenhum estudo empírico a empresas portuguesas do setor do calçado. Terceiro, a existência de poucos estudos empíricos vai permitir conhecer a realidade das empresas portuguesas do setor do calçado e quais as medidas mais adequadas para inverter situações de quebra.

O tema da presente dissertação apresenta interesse para um amplo conjunto de indivíduos, gestores/administradores de empresas, investidores e investigadores.

Pode-se ainda acrescentar que esta dissertação realiza uma sistematização dos estudos empíricos anteriores na área.

1.3. Estrutura da Dissertação

Esta dissertação é composta por quatro capítulos e está organizada de forma progressiva em termos dos conteúdos necessários para alcançar os objetivos propostos.

No capítulo um apresenta-se uma abordagem geral do tema da dissertação, os objetivos pretendidos e a estrutura que o trabalho apresenta.

O capítulo dois é dedicado à revisão da literatura. Inicia-se com uma abordagem dos vários conceitos de falência empresarial, referindo as causas que podem provocar a falência. Posteriormente analisam-se os modelos previsionais de falência, que permitem antever situações de falência empresarial alguns anos antes de esta ocorrer. Como tal, são apresentados alguns dos modelos mais destacados na literatura. A revisão da literatura é finalizada com uma abordagem das estratégias de recuperação que podem ser adotadas por empresas em crise.

O capítulo três é dedicado ao estudo empírico. Inicia-se este capítulo com uma apresentação da empresa em análise, seguindo-se a metodologia adotada. Na secção seguinte, segue-se o seu enquadramento, recorrendo à análise fundamental, com recurso à estrutura do Balanço e Demonstração de Resultados e a alguns indicadores económico-financeiros. Para completar esta análise, recorre-se a alguns modelos de previsão de falência para aferir a aplicabilidade destes na empresa em análise. Este capítulo finda com a identificação das causas que contribuíram para o declínio da empresa bem como as estratégias de recuperação adotadas.

Por último, no capítulo quatro, finaliza-se a presente dissertação com as conclusões resultantes deste trabalho de investigação, assim como são identificadas as limitações que a análise empírica revela, seguindo-se algumas recomendações que poderão ser úteis para investigações futuras.

CAPÍTULO 2

REVISÃO DA LITERATURA

2.1. Falência Empresarial

A crise económico-financeira de 2008 teve um forte impacto na economia global. Como consequência, foram implementadas medidas de austeridade orçamental com o objetivo de travar algumas repercussões da crise. Estas medidas resultaram na diminuição de investimentos, dificuldade de acesso a créditos, no aumento de desemprego e na falência de empresas em todos os setores de atividade (Moller e Vital, 2013).

Na maioria dos casos, a falência é um processo contínuo, onde é possível distinguir várias etapas, desde o aparecimento dos primeiros sinais de crise financeira, passando pela cegueira e desconhecimento dos sintomas financeiros e não financeiros da crise de uma empresa, até às atividades inadequadas, que levam à fase final da crise, a falência.

Existem diferentes conceitos para definir o estado de falência empresarial, independentemente da perspetiva, económico-financeira ou jurídica.

De acordo com Sousa (2012), existem quatro noções de falência que é necessário diferenciar:

- (1) Económica- quando o total dos rendimentos não é suficiente para cobrir o total dos gastos, provocando assim um resultado líquido negativo;
- (2) Técnica- quando o valor do passivo é maior que o valor do ativo. Este tipo de falência é causado por acumulações excessivas de prejuízos, daí que o capital próprio é negativo;
- (3) Legal- quando resulta do pedido formal de falência e petição de liquidação dos ativos da empresa;
- (4) Declarada- quando a empresa suspende os seus pagamentos por incapacidade de cumprimento das suas dívidas para com os seus credores.

Para muitos autores, a falência está relacionada com a incapacidade de uma empresa cumprir as suas obrigações de curto ou longo prazo.

Beaver (1966) defende que falência é a incapacidade de uma empresa cumprir as suas obrigações financeiras no seu vencimento. Refere ainda que uma empresa é dita como falida quando qualquer um dos seguintes eventos ocorrem: o incumprimento no pagamento das obrigações, a existência de uma conta bancária descoberta, ou quando não cumpre com o pagamento dos dividendos das ações preferenciais. Trata-se de uma definição algo redutora, uma vez que o autor tende a confundir empresa em situação de falência com empresa com problemas de liquidez.

Em conformidade, Blum (1974) argumenta que tal incapacidade no pagamento das obrigações resulta na entrada da empresa num processo de falência ou num acordo para reduzir as referidas dívidas.

Numa outra perspetiva, o conceito de falência é definido utilizando o critério legal, isto é, uma empresa está falida se for considerada juridicamente como tal (Altman, 1968; Ohlson, 1980; Pompe e Bilderbeek 2005).

No entanto, Boritz *et al.* (2007) defendem que as empresas falidas são aquelas que foi pedido a falência, ainda que não o estejam legalmente.

Agarwal e Taffler (2008) acrescentam ainda que uma empresa pode ser considerada falida caso seja liquidada, isto é, quando se procede à realização do ativo e ao pagamento do passivo, com o objetivo de realizar dinheiro ou bens facilmente realizáveis para serem partilhados pelos sócios/acionistas.

Em Portugal, a definição jurídica de falência é reconhecida no Código de Insolvência e da Recuperação de Empresas (CIRE), no n.º 1 do artigo 3º que “considerado em situação de insolvência o devedor que se encontre impossibilitado de cumprir as suas obrigações vencidas”.

Como as empresas estão inseridas num ambiente cada vez mais globalizado e dinâmico Ooghe e Prijcker (2006) defendem que apenas existem três fases de crise que conduzem à falência:

- 1ª fase: lacunas iniciais – quando os executivos cometem erros;
- 2ª fase: sinais negativos – quando os problemas são aprofundados como resultado de todo um conjunto de más decisões;
- 3ª fase: fase financeira – agravamento da crise financeira e, conseqüentemente, a empresa é conduzida à falência.

Neste contexto torna-se importante referir que na literatura existem vários tipos diferentes de classificação de falência.

Richardson *et al.* (1994) são os primeiros autores a propor um método de classificação de empresas falidas. No seu estudo, utilizam a expressão “sapos” como metáfora para descrever os diferentes tipos de falência. De acordo com o autor, a utilização de metáforas torna as características dos diferentes tipos de falência mais animadas e de fácil memorização.

Desta forma, caracterizam os seguintes tipos de “sapos” ou empresas falidas:

- (1) “Sapo cozido” – empresas que operam no mercado há vários anos. Um traço característico de uma empresa deste tipo é o de gestores autossatisfeitos. Deste modo, a empresa não está receptiva a mudanças no seu ambiente de negócios, e como tal é conduzida utilizando velhos planos estratégicos, táticos e operacionais. Os autores fazem uma analogia de inserir um sapo em água a ferver. O sapo vai sentir imediatamente a água abrasadora e vai tentar sair. Por outro lado, se o sapo for inserido num recipiente com água fria que é gradualmente aquecido a uma temperatura de ebulição, o sapo mostra ignorância. Como consequência dessa ignorância, o sapo vai morrer. O mesmo acontece nas empresas que não têm consciência das mudanças à sua volta.
- (2) “Sapo afundado” - empresas lideradas por gestores altamente ambiciosos que, após atingirem grandes sucessos de mercado, estão fortemente motivados na procura de uma expansão agressiva em novos mercados e setores a atuar. O sucesso inicial e a arrogância estão por trás desse tipo de falência. O crescimento da empresa em todas as direções faz com que, em algum momento, o âmbito operacional adicional não esteja vinculado aos principais recursos que garantiram o sucesso da empresa

anteriormente. Os autores utilizam a analogia do sapo afundado, causada pela excessiva ambição de possuir uma lagoa inteira só para si, querendo estar em todas as partes desta ao mesmo tempo. Desta forma, analogamente o excesso de ambição de uma empresa pode ser muito prejudicial, uma vez que nenhuma empresa tem a capacidade para atuar em todos os segmentos de mercado em simultâneo, nem dar resposta a todos os tipos de clientes existentes no mercado.

- (3) "Girino" - é uma larva na fase inicial de crescimento de um sapo, que pode ser comparado com o início de uma empresa jovem malsucedida. Este tipo de falência aplica-se a empresas jovens (daí a analogia do girino, uma vez que normalmente morrem antes de se tornarem um sapo adulto). Existem várias causas potenciais de falência em empresas deste tipo, nomeadamente as hipóteses de planeamento excessivamente otimistas sobre vendas, lucros, participação no mercado, a atratividade dos produtos da empresa e o baixo nível de empreendedorismo dos proprietários ou gestores.
- (4) "Sapo" - um girino com o tempo cresce e torna-se num sapo, daí que o sapo é associado a empresas que operam há pelo menos doze anos. As empresas que se classificam como sapos, são empresas megalómanas, por vezes com gestores avessos a mudanças. O processo de gestão da empresa baseia-se mais nas convicções dos gestores para o sucesso contínuo do que na análise da situação real. Ao mesmo tempo, estas empresas têm ambições de crescimento contínuo.

Naturalmente, independentemente do tipo de empresa, quando se inicia um negócio, o objetivo é alcançar o crescimento e prosperidade económica e não entrar num processo de falência. Então porque é que as empresas entram em falência?

De acordo com a literatura não é possível encontrar um único fator para explicar a falência de uma empresa, mas existe um conjunto de fatores que a podem explicar.

Pela análise da literatura existe um consenso quanto às causas da falência empresarial.

Korol (2017) defende que as causas da falência das empresas podem ser divididas em fatores exógenos e fatores endógenos, às empresas.

Os fatores exógenos estão relacionados com fatores externos à empresa que esta não pode controlar, como a situação económica de um país onde se incluem as políticas fiscal, monetária e cambial. As empresas não têm influência sobre estes fatores, mas o contrário verifica-se, uma vez que estes fatores afetam as situações financeiras das empresas como a sua capacidade de pagamento e liquidez.

Os fatores endógenos estão relacionados com fatores internos à empresa que podem ser controlados por estas. Para Lizal (2005) os fatores endógenos às empresas podem ser divididos em três grupos:

- (1) grupo neoclássico - associado à alocação inadequada e ineficiente de ativos. Deste ponto de vista, a liquidação de uma empresa ineficiente afeta positivamente a eficácia da economia de um país;
- (2) grupo financeiro - associado a uma estrutura de financiamento inadequada. O nível de liquidez e a utilização adequada e racional da alavancagem financeira desempenham um papel muito importante neste grupo de falências; e,
- (3) causas associadas à má gestão - neste caso, uma empresa falida tem a estrutura financeira adequada, mas os recursos da empresa não são corretamente geridos. Nesta situação, os gestores são apelidados de incompetentes pois possuem fracos conhecimentos e/ou experiência inadequada.

Korol (2017) apresenta no seu estudo uma análise das causas das falhas das empresas de acordo com as fases de crise e tipo de falência. Na prática, não existe um único tipo de empresa falida, é necessário analisar as causas endógenas e exógenas da falência nas diversas fases da crise, tendo em conta também o tipo de falência.

Para analisar e avaliar as causas da falência, o autor utiliza três fases de crise, tendo por base a classificação desenvolvida por Ooghe e Prijcker (2006). As várias fases da crise empresarial caracterizam-se por diferentes durações, e ocorrem em diferentes fases da vida de uma empresa, dependendo do tipo de falência. O autor também utiliza três tipos de falências:

- tipo I – representa empresas jovens com um começo de negócio malsucedido;
- tipo II - representa o tipo de empresas que têm uma fase de crescimento rápido e igualmente rápida fase de declínio;
- tipo III - representa empresas que atuam no mercado há pelo menos 12 anos, caracterizadas pela apatia e resistência às mudanças ocorridas no ambiente.

2.1.1. Falência Tipo I

Os fatores endógenos são os principais responsáveis da falência tipo I. As amplas competências dos gestores têm um papel fundamental em empresas jovens.

As empresas jovens não têm uma estrutura sólida de clientes e fornecedores, pelo que estão vulneráveis à retaliação dos concorrentes. Ao mesmo tempo, têm acesso limitado às fontes de financiamento para as suas atividades de investimentos e de marketing para consolidar a sua quota de mercado (Ooghe e Prijcker, 2006).

Na primeira fase da crise, seguindo a incompetência de gestão, os fatores que levam ao fracasso dessas empresas podem ser distinguidos como:

- (1) processo de tomada de decisão deficiente: forte falta de gestão de negócios, o que contribui para longos períodos de tempo de espera do trabalhador para decisões do topo;
- (2) incapacidade de assumir e controlar diferentes tipos de risco;
- (3) falta de conhecimento geral e especializado dos gerentes da empresa: os gestores não possuem informações e conhecimento/experiência suficientes sobre o setor em que atuam. Problemas com a elaboração de um plano de negócios adequado (os gestores geralmente não estão cientes da necessidade de desenvolver os problemas necessários para o plano de negócios);
- (4) falta de capacidade de gestão em equipa, para a resolução de conflitos em equipa e comunicação com os funcionários.

A tomada de más decisões em relação a investimentos e a falta de diversificação de produtos e/ou mercados é o resultado da incompetência dos gestores.

Por norma, neste tipo de empresas os gestores dependem do sucesso de apenas um projeto, que estão excessivamente otimistas e como tal não prestam atenção aos restantes fatores da gestão do negócio.

A crise financeira agrava-se devido às consequências dos erros cometidos na primeira fase da crise. A falta de visão e de um bom plano de negócios resulta na ausência de vantagem estratégica em relação aos concorrentes. A empresa também tem dificuldades em atrair potenciais clientes, pelo que, os níveis de receitas de vendas são sobrestimados e os custos financeiros aumentam (quando uma empresa é incapaz de obter fontes de financiamento está disposta a aceitar mais encargos nos empréstimos) e maiores investimentos em projetos de baixo lucro e inapropriados contribuem para uma deterioração da situação financeira da empresa.

Na última fase da crise, já é tarde demais para melhorar a situação económica e financeira destas empresas. É praticamente impossível melhorar a liquidez da empresa, uma vez que os bancos se recusam a financiar atividades adicionais de negócios devido ao endividamento excessivo da empresa e aos resultados não favoráveis.

Fatores como recessões, elevadas taxas de juros, altas taxas de inflação, concorrência elevada ou taxas de câmbio desfavoráveis agravam ainda mais os problemas financeiros e económicos destas empresas.

Deve-se notar que, no caso do primeiro tipo de falência, a principal fonte de problemas está na própria empresa. Mesmo que se esteja perante um caso de um impacto positivo dos fatores macroeconómicos, estas empresas só têm a hipótese de prolongar todo o processo de falência por alguns anos, uma vez que os fatores macroeconómicos positivos por si só, não têm a capacidade de proteger tais empresas da falência.

No Quadro 1 estão representadas as causas exógenas e endógenas da falência de empresas em relação ao tipo I de falência e à respetiva fase da crise.

Quadro 1 - Causas do Tipo I de falência

Causas Exógenas	1ª fase	2ª fase	3ª fase
	ciclo económico (recessão)		
	taxa de juro		
	taxa de câmbio		
	taxa de inflação		
	falta de clientes		
	insatisfação dos clientes		
Causas Endógenas	falta de experiência dos gestores	subestimação dos níveis de custos	vastas perdas financeiras
		ausência de um sistema de controlo de custos	falta de oportunidade de melhorar a liquidez financeira
	ausência de liderança	vastas despesas de capital	incapacidade de reestruturar a empresa devido às enormes dívidas da empresa, à indisponibilidade de fontes adicionais de financiamento e à incompetência dos gestores
	experiência financeira inadequada	baixos níveis de receitas de vendas	
	falta de capital		
	ausência de um plano de negócios	Insucesso na tentativa de conseguir cota de mercado	
	insuficiência de conhecimento técnico	o aumento de custos financeiros	
	falta de fatores chave de sucesso	ausência de aconselhamento de empresas de consultoria	
	precipitação de decisão		
	investimentos em projetos errados		
	baixo nível de diversificação de produtos/mercados (dependendo do sucesso de um projeto)		

Fonte: Korol (2017)

2.1.2. Falência Tipo II

No caso do segundo tipo de falência, os fatores exógenos têm uma influência muito maior no processo de fracasso do que no caso da falência tipo I. Paradoxalmente, as condições macroeconómicas inicialmente favoráveis (por exemplo, taxa de câmbio) podem contribuir para o surgimento da primeira fase da crise, porque os gestores do segundo tipo de empresas falidas são caracterizados por gestores com um otimismo excessivo e com ambições de se tornarem líderes no mercado. Como tal, condições de mercado favoráveis podem apenas motivar as suas expectativas otimistas.

Num período inicial, estes tipos de empresas são caracterizados por um crescimento muito rápido. Lucros elevados nos primeiros anos de existência de uma empresa estimulam os gestores para uma expansão agressiva e, ao mesmo tempo, asseguram decisões corretas.

Para Ooghe e Prijs (2006), a situação do segundo tipo de falência não se refere necessariamente apenas a novas empresas, mas em alguns casos, são empresas que atuam no mercado há vários anos, que aguardam condições económicas favoráveis.

De acordo com os autores, o otimismo excessivo criado pelas condições macroeconómicas favoráveis pode levar à arrogância de gestão e condições futuras de mercado a serem ignoradas. Em alguns casos, existe até falta de conhecimentos que contribuem para a tomada de más decisões.

Para poder financiar uma expansão agressiva, os gestores recorrem a financiamentos alheios a um ritmo elevado. O rápido crescimento da dimensão da empresa vai provocar estruturas de gestão inadequadas, na medida em que os gestores preferem um estilo autocrático de gestão. Estes gestores não delegam autoridade a outros funcionários nem gostam de ouvir conselhos.

Hoje em dia, quando a natureza da gestão de uma empresa é caracterizada pela complexidade multidisciplinar, deve-se ter uma equipa constituída por diferentes competências. Se as pessoas que estão próximas do líder têm conhecimentos semelhantes, há enfraquecimento da eficiência de gestão.

Erros cometidos na primeira fase da crise conduzem inevitavelmente à segunda fase, onde ocorrem novos investimentos e gastos. Ao mesmo tempo, a inexperiência financeira, a falta de controlo financeiro efetivo e a existência de estruturas inadequadas de gestão, provocam o aumento de custos com pessoal e a cegueira dos gestores levam a empresa a um ponto crítico, isto é, o nível de atividade para o qual os resultados operacionais são nulos. Aqui, a empresa atinge o limiar da rendibilidade.

Apesar dos resultados das empresas poderem continuar a aumentar, os lucros caem a um ritmo acelerado devido ao aumento dos custos financeiros, dos custos com pessoal e do custo de operação de ativos fixos excessivos.

A continuação da cegueira na gestão de uma empresa leva à terceira fase da crise, na qual aumentam as perdas e, finalmente, a perda de liquidez. Por sua vez, a redução nas vendas leva a um aumento dos *stocks* e, posteriormente, os bancos recusam-se a continuar a financiar as suas atividades.

É de referir que este tipo de falência é particularmente vulnerável à situação económica de um país em constante mudança.

No Quadro 2 estão representadas as causas exógenas e endógenas da falência de empresas em relação ao tipo II de falência e à respetiva fase da crise.

Quadro 2 - Causas do Tipo II de falência

Causas Exógenas	1ª fase	2ª fase	3ª fase
	ciclo económico		
		taxa de inflação	
		aumento da pressão competitiva	
		colapso na procura de produtos	
	taxa de câmbio		
falta de confiança dos clientes		recusa de financiamento dos bancos	
Causas Endógenas	estrutura de gestão inadequada para aumentar o tamanho da empresa	sobrestimação dos lucros	aumento de perdas devido ao insucesso de expansão da empresa no mercado
		despesas de investimentos excessivas	
	lucros elevados durante os primeiros anos de operação -superestimação da procura futura de produtos em conexão com planos de expansão da empresa no mercado	experiência financeira inadequada	desconhecimento dos problemas com falta de liquidez financeira
		cegueira dos gestores	
	falta de especialização (arrogância dos gestores)	falta de eficiência no controlo financeiro	aumento de <i>stocks</i> após o insucesso da expansão de mercado
	ignorância dos gestores em relação à desconfiança dos clientes	insucesso na expansão da empresa	
	aumento irresponsável das obrigações da dívida da empresa (efeito de alavancagem financeira)	excesso de ativos fixos	perda de confiança dos clientes e dos funcionários
	excesso de otimismo dos gestores	aumento dos custos de mão de obra	
	políticas de preço inadequadas		

Fonte: Korol (2017)

2.1.3. Falência Tipo III

Neste tipo de falência as causas exógenas têm uma grande influência. Nesta situação encontram-se empresas que já têm uma boa posição estabelecida no mercado e/ou empresas com grande sucesso alcançado no passado.

As empresas com vários anos de sucesso sentem-se estáveis e os potenciais investidores perspetivam resultados positivos, assim como os colaboradores sentem estabilidade.

Pode-se dizer que estes tipos de empresas estão cegos pelos sucessos alcançados no passado e, como tal, não analisam as mudanças do meio.

Mas, a combinação da rotina de gestão com os fatores exógenos, como o aumento da concorrência ou o aumento do número de produtos substitutos aos que a empresa produz, são as principais causas do início da primeira fase da crise.

Um processo de inovação de produto inexistente ou lento tende a mover os clientes existentes para a concorrência, logo a apatia às mudanças leva a empresa a perder vantagens estratégicas no mercado.

Richardson *et al.* (1994) afirmam que os gestores deste tipo de empresas preferem explicar o declínio dos resultados da empresa como instabilidade temporária de mercado ao invés de uma tendência duradoura. Os gestores acreditam que as estratégias implementadas de sucessos passados continuam a ser viáveis no presente e para o futuro e, como consequência, a segunda fase da crise termina com uma reestruturação lenta da empresa.

Por fim, a última fase da crise é caracterizada por uma queda acentuada do lucro, nomeadamente no caso de empresas produtoras de bens duradouros. Nesta fase é perdida a confiança dos clientes e estes deixam de consumir os produtos da empresa. Consequentemente, verifica-se um aumento de *stocks* e problemas de liquidez.

No entanto, entre os fatores exógenos que afetam o processo de falência das empresas pertencentes ao terceiro tipo de falência, não existem fatores como recessão, taxas de câmbio, taxas de juro ou inflação, uma vez que as empresas com sucesso no passado têm maior facilidade de acesso a diferentes fontes de financiamento e estão mais bem preparadas para aumentos de juros do que as empresas que pertencem aos dois tipos de falência anteriores.

No Quadro 3 estão representadas as causas exógenas e endógenas da falência de empresas em relação ao tipo III de falência e à respetiva fase da crise.

Quadro 3 - Causas do Tipo III de falência

Causas Exógenas	1ª fase	2ª fase	3ª fase
	envelhecimento da indústria		
	aumento da pressão competitiva		
	política económica governamental inadequada		
	falta de proteção governamental do mercado		
	globalização		
	mudanças tecnológicas	perda de confiança dos clientes	
Causas Endógenas	falta de comprometimento e motivação dos gestores	diminuição gradual de receitas e lucros	perda de lucros, liquidez e solvência
	perda de vantagem estratégica devido a mudanças nas empresas concorrentes	diminuição de vendas	aumento de inventários
	apatia geral	reestruturação lenta ou sem sucesso da empresa	especialistas que saem da empresa
	lenta ou inexistente inovação do produto	caos na parte operacional da empresa	
	rotina na gestão (fé e convicções do sucesso da empresa alcançado no passado)	autoilusão dos gestores	
		procura de consenso, evitando mudanças radicais	
	relutância em investir em novas tecnologias	relativo baixo nível da qualidade do produto	
	elevado nível de custos fixos		
	processo inflexível e rígido de tomada de decisão		

Fonte: Korol (2017)

Os fatores exógenos como, por exemplo, a globalização desempenham um papel fundamental no terceiro tipo de falência.

Em conformidade, no caso do segundo tipo de falência, também têm influência alguns fatores exógenos, como é o exemplo da taxa de crescimento económico.

Em contraste, os fatores exógenos são de menor importância no caso do primeiro tipo de falência.

No entanto, em qualquer tipo de falência, os fatores endógenos assumem um grande papel, mais precisamente o fator humano, pois as habilidades, competências, conhecimentos e empreendedorismo do gestor ditam o curso da empresa.

2.2. Modelos Previsionais de Falência

As consequências da crise financeira global mostram ser crucial para a gestão de qualquer empresa apresentar a capacidade de prever a falência. Para tal, é essencial que as metodologias utilizadas para esse fim estejam tão próximas quanto possível da realidade económica.

Os desenvolvimentos económicos das últimas décadas destacam a falência e as suas consequências no alcance do bem-estar económico, na medida em que o número de empresas em declínio pode ser um forte indicador do desenvolvimento de um país (Oliveira *et al.*, 2017).

Por sua vez, destaca-se a necessidade de desenvolver mecanismos para a avaliação de risco de falência nas pequenas e médias empresas (PME), particularmente no efeito pós-crise financeira global onde grande parte destas organizações se encontram à beira do abismo.

No entanto, e apesar de tal necessidade destes mecanismos de avaliação, Gordini (2014) repara que os modelos de previsão de risco nas PME não existem, ou são, frequentemente imprecisos, uma vez que os sistemas de informação adjacentes não estão adaptados às características destas empresas.

Por consequência, além de não serem capazes de refletir sobre o seu desempenho e/ou resultados detalhadamente em comparação com grandes empresas, existe uma falta de transparência do seu desempenho para com os seus *stakeholders*.

Numa tentativa de ultrapassar tais limitações, vários autores (como por exemplo, Altman e Sabato, 2007; Ciampi e Gordini, 2013; Zopounidis *et al.*, 2015) destacam a necessidade de modelos mais consistentes para avaliar o risco de insucesso das PME.

Contudo, existem dificuldades associadas ao desenvolvimento destes modelos, nomeadamente o facto de as PME disponibilizarem menos informação pública do que as grandes empresas (Ciampi e Gordini, 2013) e a subjetividade das decisões de gestão que nas PME têm particular relevância.

Deste modo, os gestores podem influenciar os resultados da empresa através das suas características de liderança, estilo de gestão, o seu grau de aversão ao risco, entre outros fatores subjetivos, o que dificulta a interpretação das suas escolhas e transformação em números.

Nesta secção são apresentados os principais modelos de previsão de falência existentes, tais como os modelos de análise univariada (Beaver, 1966), de análise discriminante múltipla (*Z-score*) e de probabilidade condicionada (*Logit e Probit*), assim como uma breve apresentação de outros modelos encontrados na literatura.

2.2.1. Modelos de Análise Univariada - Modelo de Beaver

O modelo de análise univariada apresenta uma única variável explicativa da previsão da falência.

Beaver (1966) através do seu estudo nota que a análise de rácios pode ser útil na previsão de falência pelo menos para os cinco anos antes desta acontecer.

O autor procura testar os rácios com maior nível de significância do risco de falência, comparando os dados de uma amostra de empresas em risco, com rácios de outras empresas da mesma dimensão e que praticam a mesma atividade, sendo que estas são escolhidas aleatoriamente. Consequentemente, tal comparação, efetuada rácio a rácio, tem como finalidade encontrar os indicadores que, pela sua relevância, permitam integrar

as empresas da amostra, da forma mais concreta possível, no grupo das empresas em risco ou no grupo das empresas “saudáveis”.

Neste modelo, o autor considera na sua análise os seguintes rácios:

- $\text{Rácio I} = \frac{\text{Fluxo de caixa}}{\text{Total Passivo}}$
- $\text{Rácio II} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Ativo}}$
- $\text{Rácio III} = \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}}$
- $\text{Rácio IV} = \frac{\text{Fundo de Maneio}}{\text{Total Passivo}}$
- $\text{Rácio V} = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$
- $\text{Rácio VI} = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Inventários}}{\text{Gastos Operacionais}}$

Beaver (1966) analisa a capacidade de previsão de falência através da análise individual de cada rácio, isto é, de forma isolada, não permitindo assim estudar a relação existente entre cada um dos rácios, o que pode revelar informação insuficiente acerca da insolvência da empresa. Assim, uma das principais críticas apontadas ao estudo desenvolvido pelo autor é o facto de se tratar de uma análise univariada.

Desta forma, existe uma necessidade de passar de uma análise unidimensional para uma análise multidimensional, uma vez que esta considera a relação entre os rácios. Surge, então, o modelo de Altman (1968).

2.2.2. Modelos de Análise Discriminante Múltipla - Modelo de Altman: *Z-score*

Os modelos estatísticos multivariados distinguem-se dos modelos univariados já que assumem que a variável dependente é explicada simultaneamente por uma multiplicidade de fatores e possíveis combinações. Assim, os modelos passam a beneficiar do poder preditivo que certos conjuntos de rácios têm na discriminação de grupos. Além disso, passam a contemplar as verdadeiras relações de causa-efeito existentes entre as variáveis explicativas e a variável explicada (Altman, 1968).

Altman (1968) defende que uma das grandes vantagens deste tipo de análise é o facto de se considerar o perfil completo das características relevantes comuns às empresas, assim como a interação existente entre elas.

A ambiguidade existente em estudos anteriores que utilizavam a análise univariada, levou Altman (1968) a desenvolver um novo modelo, com base na análise multivariada.

O autor utiliza análise múltipla como técnica estatística mais apropriada para avaliar a qualidade da análise dos rácios e verificar quais os rácios mais importantes na deteção de uma potencial falência, bem como os pesos que devem estar associados a cada um deles.

O *Z-score*, originalmente desenvolvido para empresas cotadas, é uma média ponderada de um conjunto de rácios financeiros, representada na equação (1).

$$Z\text{-score} = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + X_5 \quad (1)$$

Em que:

- $X_1 = \frac{\text{Fundo de maneo}}{\text{Total Ativo}} \Rightarrow$ mede o peso relativo do ativo líquido;
- $X_2 = \frac{\text{Lucros Retidos}}{\text{Total Ativo}} \Rightarrow$ mede a capacidade da empresa para se autofinanciar;

- $X3 = \frac{\text{Resultados antes de juros e impostos (EBIT)}}{\text{Total Ativo}} \Rightarrow$ mede a eficiência operacional sem considerar a alavancagem e os impostos;
- $X4 = \frac{\text{Capitalização Bolsista}}{\text{Total Passivo}} \Rightarrow$ indicador de reação avançada do mercado;
- $X5 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Total Ativo}} \Rightarrow$ mede a eficiência na utilização dos ativos para a obtenção de receitas.

A combinação linear destes cinco rácios origina um previsor capaz de distinguir as empresas falidas das empresas não falidas, com uma elevada percentagem de êxito nos dois anos anteriores à falência. O *Z-score* determinado pelo modelo, é um valor situado no intervalo [-4;8]. Desta forma, por considerar que existe uma grande possibilidade de erro na classificação das empresas, Altman sugere a criação de 3 grupos:

- Se $Z\text{-score} < 1,80$, a empresa corre um elevado risco de falência;
- Se $Z\text{-score} > 3,00$, a empresa encontra-se numa posição forte; e,
- Se $1,80 \leq Z\text{-score} \leq 3,00$, existe uma incerteza na previsão do risco de falência, logo o modelo não consegue definir o risco.

Além de permitir classificar as empresas segundo o seu grau de risco, este modelo também identifica que o rácio que melhor discrimina os grupos é o da rendibilidade do ativo. O estudo de Altman (1968) prova que existe uma elevada precisão na previsão de falência e dos grupos de empresas falidas e não falidas dois anos antes de esta acontecer.

Posteriormente, o autor adapta o seu modelo para as empresas não cotadas, recorrendo, neste caso, à equação (2).

$$Z\text{-score} = 0,717X1 + 0,847X2 + 3,107X3 + 0,420X4 + 0,998X5 \quad (2)$$

Em que:

- $X1 = \frac{\text{Fundo de maneio}}{\text{Total Ativo}}$
- $X2 = \frac{\text{Lucros Retidos}}{\text{Total Ativo}}$
- $X3 = \frac{\text{Resultados antes de juros e impostos (EBIT)}}{\text{Total Ativo}}$
- $X4 = \frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total Passivo}}$
- $X5 = \frac{\text{Vendas}}{\text{Total Ativo}}$

Desta forma, a classificação das empresas não cotadas pela aplicação do modelo *Z-score* é dada pelos seguintes intervalos de valores:

- Se $Z\text{-score} < 1,23$, a empresa corre um elevado risco de falência;
- Se $Z\text{-score} > 2,9$, a empresa encontra-se numa posição forte; e,
- Se $1,23 \leq Z\text{-score} \leq 2,9$, existe uma incerteza na previsão do risco de falência, logo o modelo não consegue definir o risco.

Apesar de útil na avaliação da saúde financeira das empresas, a aplicação deste modelo deve ser cautelosa. O seu uso não deve ser indiscriminado a qualquer tipo de empresa, sendo de realçar a relativa ineficácia do modelo quando aplicado a empresas financeiras (onde outras variáveis são mais relevantes), ou a empresas com níveis de resultados sistematicamente baixos (cujo *Z-score* se apresenta sempre com valores reduzidos).

2.2.3. Modelos de Probabilidade Condicionada

A necessidade de uma alternativa estatística para evitar os problemas relacionados com a análise multivariada, conduz ao uso de modelos baseados na probabilidade condicional, *Logit* e *Probit*, com exigências mais flexíveis. Os modelos referidos permitem estimar a

probabilidade de incumprimento da empresa (condicionada por um vasto leque de características da mesma) através de uma estimativa não linear de máxima verosimilhança (Balcaen e Ooghe, 2004).

Estes modelos baseiam-se numa determinada hipótese em relação à distribuição de probabilidades. Geralmente, estimam a probabilidade de ocorrência de uma escolha ou resultado, dependendo do vetor de atributos do indivíduo e da escolha ou do conjunto de resultados disponíveis (Zavgren, 1985).

2.2.3.1. Modelo *Logit*

Ohlson (1980) é considerado o autor pioneiro a utilizar um método para a previsão de falência empresarial baseado nos modelos de probabilidade condicional. Na aplicação dos modelos de análise multivariada, o autor identifica três principais problemas: (1) as exigências impostas sobre as propriedades distributivas do preditor; (2) o facto da pontuação do modelo ter pouca interpretação intuitiva; (3) os problemas relacionados com os procedimentos de correspondência.

Nesse sentido, o autor propõe a utilização do modelo de probabilidade condicional *Logit*, tornando-se o seu estudo uma das aplicações mais importantes deste modelo na literatura.

No modelo *Logit*, a variável dependente é uma variável *dummy*, é uma variável binária que assume dois valores: 0 e 1. Assume o valor de 1 se ocorre determinado fenómeno e 0 nos restantes casos.

Normalmente, estes modelos são utilizados para prever se um evento irá ou não ocorrer. Neste caso saber se uma PME não vai à falência (0) ou vai à falência (1). Ohlson (1980) no seu estudo analisa nove variáveis independentes:

- $V1 = \text{Dimensão} = \log \frac{\text{Total Ativo}}{\text{Deflator do PIB}}$

- $V2 = \text{Grau de Endividamento} = \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}}$
- $V3 = \text{Liquidez} = \frac{\text{Fundo de Maneio}}{\text{Total Ativo}}$
- $V4 = \frac{\text{Passivo corrente}}{\text{Ativo corrente}}$
- $V5 = \text{variável binária ou } dummy, \text{ que assume os seguintes valores:}$
1 se Passivo > Ativo; 0 nos restantes casos, isto é o total do passivo é inferior ou igual ao total do ativo
- $V6 = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Ativo}}$
- $V7 = \frac{\text{Fundos de Maneio}}{\text{Total Passivo}}$
- $V8 = \text{variável binária ou } dummy, \text{ que assume os seguintes valores:}$
1 se Resultado Líquido inferior a zero nos últimos 2 anos; 0 nos restantes casos, isto é o Resultado Líquido é superior ou igual a zero
- $V9 = \frac{NIt - NIt-1}{(NIt) + (NIt-1)}$, onde $NIt = \text{Resultado líquido mais recente}$

O autor destaca três modelos: um para prever a falência num prazo de um ano, um segundo modelo para prever a falência num prazo de dois anos (sendo que a empresa não abre falência no ano subsequente) e um terceiro modelo que prevê a falência num prazo de um ou dois anos.

Na Tabela 1 são apresentados os resultados das regressões dos três modelos propostos por Ohlson (1980).

Ohlson (1980) identifica quatro variáveis estatisticamente relevantes na previsão de falência: (1) a dimensão da empresa ($V1$); (2) a estrutura financeira como reflexo da

medida de alavancagem (V2); (3) algumas medidas de desempenho ou combinação das mesmas (V6 e/ou V7); (4) algumas medidas da liquidez atual (V3 ou V3 e V4 juntas).

Tabela 1: Modelos de previsão de Ohlson (1980)

	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	CONST
Modelo 1										
<i>Estimates</i>	-0,407	6,03	-1,43	-0,0757	-2,37	-1,83	0,285	-1,72	-0,521	-1,32
<i>t-statistic</i>	-3,78	6,61	-1,89	0,761	-1,85	-2,36	0,812	-2,45	-2,21	-0,97
Modelo 2										
<i>Estimates</i>	-0,519	4,76	-1,71	-0,297	-2,74	-2,18	-0,78	-1,98	0,428	1,84
<i>t-statistic</i>	-5,34	5,46	-1,78	-0,733	-1,8	-2,73	-1,92	-2,42	2,10	1,38
Modelo 3										
<i>Estimates</i>	-0,478	5,29	-9,9	0,062	-4,62	-2,25	-0,521	-1,91	0,212	1,13
<i>t-statistic</i>	-6,23	7,72	-1,74	0,738	-3,6	-3,42	-1,73	-3,11	1,3	1,15

O modelo de regressão logística, *Logit*, é descrito na equação (3).

$$P[y=1] = \frac{1}{1+e^{-z}} \quad (3)$$

Em que:

z é representado pela relação linear: $Z = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta_m X_m$

P = Probabilidade de Falência

X = Rácios Financeiros

β = Coeficientes Estimados

Caso $p > 0,5$, verifica-se que a probabilidade de falência é inferior a 50%, isto é, a probabilidade de a empresa se manter ativa é superior à de falir, considerando-se a empresa em boas condições.

Por outro lado, se $p < 0,5$, a probabilidade de falência é superior a 50%, considerando-se a empresa no grupo das falidas.

O autor menciona ainda que o poder preditivo de qualquer modelo depende do *timing* da disponibilidade da informação e considera que os poderes de previsão da transformação linear de um vetor de rácios são robustos ao longo dos procedimentos de estimação, referindo ainda, que uma melhoria significativa requer medidas de previsão adicionais.

Apesar do trabalho de Ohlson (1980) ser extremamente importante para a literatura, este não é imaculado de críticas. Zavgren (1985) mostra-se crítico em alguns aspetos do estudo de Ohlson particularmente, quanto à seleção de variáveis e a não utilização de uma amostra emparelhada.

2.2.3.2. Modelo *Probit*

O modelo *Probit* é semelhante ao modelo *Logit*, diferindo apenas na distribuição. Este modelo é utilizado para obter o valor estimado da probabilidade de um acontecimento. Por exemplo, no presente estudo, será necessário conhecer a probabilidade de uma empresa estar falida, dadas determinadas condições da mesma.

Zmijewski (1984) é o primeiro autor a aplicar o modelo *Probit* no contexto de previsão de falência. O objetivo do seu estudo é a análise de duas tendências possíveis causadas pela seleção da amostra e pelos procedimentos de recolha de dados. O autor utiliza no modelo três variáveis explicativas:

- $X1 = \text{Rentabilidade} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Total Ativo}}$
- $X2 = \text{Solvabilidade} = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$
- $X3 = \text{Grau de Endividamento} = \frac{\text{Total Passivo}}{\text{Total Ativo}}$

O autor argumenta que a utilização de uma abordagem deste tipo é potencialmente benéfica devido à estimativa feita da distribuição de probabilidade da amostra, isto é, não assume uma abordagem aleatória.

No entanto, esta técnica de estimação não parece fornecer resultados qualitativos diferentes dos resultados propostos por técnicas que assumem uma amostragem aleatória, como é o caso do modelo *Logit*.

2.2.4. Outros Modelos

Existe um outro modelo de probabilidade condicionada, o modelo *Gompit*. Para Barros (2008) os modelos *Logit* e *Probit* utilizam as distribuições logística e normal, respetivamente, enquanto que o modelo *Gompit* utiliza uma distribuição *Gompertz* (ou *Extreme Value*). Desta forma, esta transformação, garante que este modelo esteja em conformidade com os modelos *Logit* e *Probit*, logo a probabilidade do acontecimento está compreendida no intervalo de zero a um.

O modelo desenvolvido pelo autor conclui que os rácios económico-financeiros com maior capacidade preditiva para PME são os rácios financeiros de rentabilidade.

Recentemente surgem outros métodos resultantes da aplicação do campo da inteligência artificial, tendo como objetivo a previsão de falência. Estes métodos resolvem, tal como os modelos não paramétricos, os problemas (como por exemplo a não utilização de amostras emparelhadas) de que sofriam as técnicas estatísticas, sendo estes, métodos indutivos como é o caso das Redes Neurais Artificiais (RNA).

Para Zhang *et al.* (1999), as redes neurais são construídas por computador de forma a processar várias informações, em simultâneo e em paralelo, à semelhança do cérebro humano, gerando assim uma maior interatividade e cruzamento de dados.

Estas redes também beneficiam da capacidade de aprendizagem na realização de determinadas tarefas com base no sucesso ou insucesso no desempenho de tarefas passadas. Desta forma, são capazes de extrair em tempo útil relações de dados a partir de informação complexa e/ou imprecisa, e com isso detetar padrões e tendências.

A literatura tem vindo a mostrar que as redes neurais oferecem uma boa alternativa aos métodos tradicionais de previsão de falência, já que este modelo tem uma capacidade de aprendizagem, permitindo aumentar a capacidade de classificação. Embora as redes neurais tenham menos exigências ao nível da normalidade e linearidade da informação, uma das grandes desvantagens desta análise é que o modelo apenas pode memorizar a informação, em vez de formar um conjunto de regras de classificação, o que pode levar a que as estimativas em amostras futuras sejam menos fiáveis.

Altman e Franco (1994) concluíram que as redes neuronais têm um desempenho semelhante aos métodos tradicionais de previsão de falência, podendo servir de complemento ao estudo dos últimos.

Uma outra abordagem na literatura tem como base a Teoria dos jogos onde se destaca, entre outros autores, o trabalho de Wilcox (1971 e 1976).

De acordo com esta abordagem, a probabilidade de falência ocorre quando o valor líquido de liquidação de uma empresa (VLL), isto é, a sua situação líquida, é negativa. O modelo de risco proporcional de Wilcox (1971) combina as entradas e saídas de dinheiro, definindo-as como *cash-flows* ajustados.

Segundo o autor, a probabilidade de uma empresa falir aumenta quanto menor for sua a situação líquida inicial, o seu *cash-flow* líquido e ainda quanto menor for a variação do seu *cash-flow* ajustado ao longo do tempo.

Wilcox (1971) utiliza a fórmula da teoria dos jogos, desenvolvida por Feller (1968), para provar que o risco de uma empresa entrar em falência depende dos fatores anteriormente mencionados e do volume dos *cash-flows* ajustados em risco em cada período.

Este modelo, não só apresenta inúmeras aplicações no campo da análise de dados, inclusive ensaios clínicos, como também é aplicável à análise de estudos de casos.

No Quadro 4 é possível observar uma representação comparativa dos modelos mencionados nesta secção assim como as suas vantagens e limitações.

Quadro 4 – Vantagens e Limitações dos Modelos de Previsão de Falência.

Modelos	Vantagens	Limitações
Análise Univariada - Modelo de Beaver (1966)	<ul style="list-style-type: none"> • rápida e fácil aplicação pelo facto de utilizarem variáveis isoladas; • apresenta resultados mais intuitivos que os modelos multivariados. 	<ul style="list-style-type: none"> • ao estudar os rácios de forma isolada não permite analisar a relação existente entre eles.
Análise Multivariada - Modelo de Altman: Z-score (1968)	<ul style="list-style-type: none"> • proporciona uma boa e rápida análise da situação financeira das empresas; • é uma boa ferramenta para analisar a estabilidade financeira ao longo do tempo; • ao combinar rácios financeiros, é menos provável o enviesamento devido à manipulação das demonstrações financeiras. 	<ul style="list-style-type: none"> • os rácios escolhidos por Altman não assentam em nenhuma teoria, mas antes na eficiência estatística do modelo; • apesar de permitir despistar certas situações de manipulação de rácios financeiros, não é completamente imune à sua prática.
Análise de Probabilidade Condicionada –Logit Ohlson (1980)	<ul style="list-style-type: none"> • não assume uma relação linear entre as variáveis dependentes e independentes; • não exige probabilidades históricas; • não exige que as variáveis sigam uma distribuição normal; • aceita variáveis qualitativas e quantitativas como explicativas, ou seja, pode ser utilizada informação não financeira no modelo; • é mais robusto do que a análise discriminante, ao utilizar uma outra distribuição que não a normal. 	<ul style="list-style-type: none"> • a obrigatoriedade de grupos separados; • a seleção de variáveis; • a não utilização de uma amostra emparelhada.
Probit Zmijewski (1984)	<ul style="list-style-type: none"> • estimativa da distribuição de probabilidade da amostra. 	<ul style="list-style-type: none"> • as técnicas de estimação não fornecem resultados qualitativos diferentes dos resultados fornecidos por técnicas que assumem uma amostragem aleatória.
Gompit Barros (2008)	<ul style="list-style-type: none"> • classifica melhor os dados do que a análise discriminante; 	<ul style="list-style-type: none"> • não é estatisticamente infalível;
Data Mining Redes Neurais Artificiais Zhang (1999)	<ul style="list-style-type: none"> • maior interatividade e cruzamento de dados; • bons resultados ao nível da performance. 	<ul style="list-style-type: none"> • processo lento; • conhecimento reduzido acerca da otimização da rede.
Teoria dos Jogos - Modelo de Risco Proporcional Wilcox (1971 e 1976)	<ul style="list-style-type: none"> • apresenta inúmeras aplicações no campo da análise de dados. 	<ul style="list-style-type: none"> • os resultados obtidos são superados pelos resultados dos modelos de regressão logística.

2.3. Estratégias de Recuperação Empresarial - *Turnaround*

O objetivo desta secção é analisar as estratégias de recuperação empresarial, um tema pouco abordado ao nível da literatura estratégica e financeira. É importante referir que qualquer empresa pode, quando necessário, implementar estratégias de recuperação, ou seja, estas estratégias não são exclusivamente para empresas em declínio, pelo que empresas saudáveis também podem implementá-las caso necessitem.

Como foi mencionado anteriormente, na presente revisão, a falência de uma empresa é uma crise que gera elevados níveis de *stress* e ansiedade, resultando em comportamentos desadequados na tomada de decisão, quer a nível individual quer a nível organizacional.

As empresas em falência representam as consequências extremas do declínio organizacional e, normalmente, uma tentativa de recuperação malsucedida ou com falha (Lorhke *et al.*, 2004).

Em circunstâncias normais, as organizações adaptam-se a um ambiente em mudança e ajustam as suas rotinas e processos de modo a encontrarem a estabilidade num novo equilíbrio. Mas uma situação de crise não é uma situação normal!

Habitualmente, neste tipo de contexto, as empresas encontram-se num ambiente turbulento que é caracterizado por estar em constante mudança e onde não é possível estabelecer um novo equilíbrio. Assim, erros de julgamento na tomada de decisão são particularmente perigosos, uma vez que são tempos caóticos na gestão de forças para tomar decisões rápidas e cruciais a fim de evitar a decadência da organização (Groenendaal e Harvey, 2003).

Robbins e Pearce (1992) afirmam que quando as empresas declaram falência os níveis de *stress* e ansiedade crescem nos trabalhadores. Na verdade, a maioria dos modelos de recuperação enfatiza a necessidade de restrições e reduções de custos, o que normalmente inclui dispensa de colaboradores como parte do caminho para a recuperação organizacional.

Payne e Hogg (1994) argumentam ainda que os colaboradores são constantemente ignorados como parte integrante de *stakeholders* da organização e, como consequência são danos colaterais da falência de uma empresa.

As respostas a este tipo de adversidades têm pelo menos quatro consequências possíveis:

- deterioração no funcionamento, onde os indivíduos ou organização acabam esmorecidos;
- sobrevivência com algum grau de funcionamento reduzido ou prejuízo;
- resiliência ou retorno ao estado de funcionamento pré-adverso;
- estado de prosperidade ou retorno a um nível mais elevado de funcionamento do que no estado pré-adverso.

A existência destes últimos dois estados, resiliência e prosperidade, são a base que fundamenta a teoria da resiliência.

A teoria da resiliência individual, no contexto organizacional, aborda o comportamento dos colaboradores submetidos ao *stress* das atividades operacionais e dificuldades financeiras de uma empresa (Dawley *et al.*, 2002).

De acordo com Horne e Orr (1998) a resiliência individual dos colaboradores não faz necessariamente uma organização resiliente, mas contribui para tal.

Por outro lado, Mallak (1998) argumenta que a teoria da gestão de crises é desenvolvida com o objetivo de perceber a adaptação das organizações e a sua resposta a situações de crise. Com a fusão das duas teorias anteriormente mencionadas nasce a teoria da resiliência organizacional.

2.4. Teoria da Resiliência Organizacional

A teoria da resiliência organizacional é desenvolvida com base na existência de um efeito recíproco de crises em indivíduos e organizações.

Meyer e Moore (2006) afirmam que se estas relações forem favoráveis, o impacto da crise pode ser reduzido, caso contrário esse impacto é potencialmente severo. O grau de perturbação no funcionamento de uma empresa a curto e longo prazo pode ser diminuído através do apoio e construção de características resilientes dos funcionários.

Para Horne (1997) a resiliência organizacional é a capacidade de uma organização absorver a crise, o abalo, ou mudança radical e manter ou exceder o nível de desempenho pré-adverso.

Segundo este autor, a resiliência de uma empresa permite dar uma resposta positiva à mudança que perturba o padrão esperado de acontecimentos, sem que esta resulte em comportamentos regressivos e improdutivos.

Por sua vez, Mallak (1998) refere que a resiliência de uma empresa é construída com base na resiliência dos seus colaboradores. O autor retrata a resiliência organizacional como um processo de aprendizagem da organização que leva a um resultado desejado. Como tal, propõe sete princípios fundamentais:

- (1) compreender as experiências construtivamente;
- (2) adotar comportamentos adaptativos positivos;
- (3) garantir recursos externos adequados;
- (4) expandir os limites de decisão;
- (5) ser criativo, desenvolvendo soluções a partir dos recursos disponíveis;
- (6) desenvolver tolerância para a incerteza;
- (7) construção de sistemas de função virtual.

Wilson (2016) defende que estes princípios de resiliência organizacional, quando implementados por uma empresa, representam um mecanismo moderado que permite aos funcionários a adaptação ou aprendizagem na resposta a ações de desempenho ou decisões necessárias.

Para o autor, numa situação de crise, uma empresa que disponibilize meios eficazes de lidar com o *stress* da falência, permite aos seus colaboradores possuírem meios para lidar e funcionar com eficiência na turbulência deste ambiente.

É importante referir que a implementação dos princípios acima mencionados origina uma abordagem de todo o sistema como parte de uma estratégia de capital humano.

Neste contexto de declínio organizacional torna-se necessário verificar a existência de alternativas de recursos humanos (RH) para a recuperação empresarial, além do despedimento maciço.

O declínio organizacional é a deterioração do desempenho de uma empresa devido a uma diminuição consistente dos seus recursos internos (Cameron *et al.*, 1987; D'Aveni, 1989; Francis e Desai, 2005; Mckinley *et al.*, 2014; Musteen *et al.*, 2011).

Na literatura não existem dúvidas de que, quando o declínio não é tratado e contrariado, pode levar ao desaparecimento da empresa (Francis e Desai, 2005). No entanto, a sua medição não é tão clara, uma vez que depende das características das empresas-alvo.

Devido ao seu apelo intuitivo como medida geral do desempenho financeiro, o retorno sobre o investimento (ROI) tem sido a principal variável de desempenho na maioria das pesquisas estratégicas sobre o declínio e retorno (Hambrick e Schecter, 1983; Robbins e Pearce, 1992).

Existem dois tipos de declínios de uma organização: o declínio interno ou baseado nas empresas; e o declínio externo ou baseado na contração da indústria.

O primeiro está relacionado com os problemas financeiros de uma organização, as suas características estruturais (dimensão ou procedimentos operacionais), políticas de recursos humanos e atributos dos funcionários.

Por outro lado, o declínio baseado na contração da indústria relaciona-se com mudanças económicas, tecnológicas, políticas ou culturais, sociais e de concorrência (Datta *et al.*, 2010; Scherrer, 2003; Trahms *et al.*, 2013).

No entanto, não se trata apenas de medir o declínio, mas também de reconhecer e resolver o problema adequadamente (Barker, 2005). Deve-se então, o mais rapidamente possível, dar início ao processo de recuperação empresarial (*Turnaround*).

2.5. Processo de *Turnaround*

O *Turnaround* é um conceito que está sempre presente no declínio organizacional. Baker e Mone (1994) consideram que uma empresa com um desempenho abaixo do *break even*, isto é, o ponto de equilíbrio onde não se verifica nem prejuízo nem lucro, deve ser considerada uma empresa em declínio.

Bibeault (1982), no âmbito do seu estudo, sugere que *Turnaround* é a inversão da situação das organizações com prejuízos ou com quebras substanciais nos lucros (80% ou mais).

Mais sucintamente, Balgobin e Pandit (2001) definem o *Turnaround* como a capacidade de recuperação do desempenho de uma empresa após um sério declínio.

Devido às dificuldades inerentes a um processo de recuperação empresarial, alguns autores dividem este processo em diferentes fases. Esta divisão é conhecida como ciclo de recuperação e, por sua vez, permite aos gestores orientar a sua ação estratégica e compreender todo o processo de recuperação.

Espadinha (2014) na sua proposta metodológica do ciclo de recuperação empresarial destaca diversos autores que propõem diferentes fases no processo de recuperação.

No Quadro 5 é possível observar e analisar as diferentes propostas das fases do ciclo de recuperação.

Quadro 5 - Ciclo de Recuperação empresarial

Autor	Fases do ciclo de recuperação	Descrição
Chowdhury (2002)	1ª. Declínio	O autor explica as causas do declínio através de duas perspectivas: dependência de recursos (fatores externos) e redução de recursos (fatores internos independentes do meio envolvente).
	2ª. Resposta ao declínio	Pode ser classificada como estratégica (medidas de longo prazo) ou operacional (medidas de curto prazo) devendo a resposta ser dada de acordo com as causas do declínio da empresa;
	3ª. Transição	Referente ao intervalo de tempo entre a implementação das ações estratégicas e a obtenção de resultados;
	4ª. Resultados	É avaliado o sucesso ou insucesso das medidas tomadas.
Bibeault (1999)	1ª. Fase de mudança na gestão	Avaliação da situação da empresa e existem mudanças profundas e fundamentais na gestão;
	2ª. Fase de avaliação	É verificada a viabilidade da empresa e inicia-se o plano de sobrevivência e recuperação;
	3ª. Fase de emergência	Tem apenas como objetivo assegurar a sobrevivência da empresa;
	4ª. Fase da estabilização	Tem como objetivo a melhoria da rentabilidade da empresa;
	5ª. Fase de retorno ao estado normal	Desenvolvimento e crescimento do volume de negócios.
Slatter e Lovett (1999)	1ª. Fase de análise	Diagnóstico da situação atual da empresa;
	2ª Fase de emergência	Em conformidade com Bibeault (1999), nesta fase são implementadas estratégias de curto prazo para garantir a sobrevivência da empresa;
	3ª. Fase de mudança estratégica	Implementação de estratégias de longo prazo que dependem de tempo e fundos para a sua concretização;
	4ª. Fase de crescimento	A empresa atinge os valores de desempenho desejados e continua a crescer ao longo do tempo.

Fonte: adaptado de Espadinha (2014)

Como é possível observar no quadro acima apresentado, as fases do ciclo de recuperação propostas por Bibeault (1999) e Slatter e Lovett (1999) são bastante idênticas e, por sua vez, contrastam com as fases propostas por Chowdhury (2002).

Enquanto que Chowdhury (2002) engloba medidas de curto e longo prazo numa mesma fase (resposta ao declínio), consoante as causas de declínio, Bibeault (1999), Slatter e Lovett (1999) determinam uma fase para cada tipo de medida.

Chowdhury (2002) atribui maior grau de importância às causas de declínio, comparativamente com os outros autores, uma vez que destaca uma só fase para estas.

Numa outra abordagem Perace e Robbins (1993) destacam duas principais estratégias de recuperação empresarial: redução e recuperação.

As estratégias de redução, também conhecidas como ações operacionais, têm o objetivo de reduzir custos e ativos de uma organização. A fase de redução pode ser mantida como estratégia dominante enquanto a empresa não se encontrar estável e mesmo após estar revertido o declínio. Assim, a fase de redução está assente em medidas de curto-prazo e tem como objetivo a sobrevivência e a criação de fundos de caixa positivos.

As estratégias de recuperação baseiam-se no ajuste das áreas onde a empresa compete, segundo Barker e Duhaime (1997). Nesta fase são realizados investimentos capazes de estimular o desenvolvimento financeiro da empresa, que permita à mesma obter uma boa rentabilidade a longo prazo e crescer no mercado.

Quando o investimento tem o objetivo de aumentar a eficiência operacional, a fase de recuperação é bastante idêntica a uma recuperação operacional. Caso o investimento seja direcionado a novos produtos ou a servir novos mercados, a fase de recuperação assemelha-se a uma recuperação estratégica.

Autores como Pearce e Robbins (1993) apontam para a universalidade da estratégia de redução no processo de *Turnaround* e argumentam que a luta contra causas específicas do declínio deve ser adiada até à fase de recuperação.

Em contraste, outros autores afirmam que as repostas do *Turnaround* devem estar de acordo com as fontes do declínio (Arogyaswamy *et al.*, 1995; Chowdhury (2002); Hofer, 1980; Ndofor *et al.*, 2013).

Caso o declínio se deva à fraca postura estratégica ou a um problema baseado na empresa, a contenção não só não resolve o problema (Ndofor *et al.*, 2013), como também piora o desempenho dos funcionários (Datta *et al.*, 2010) quando a empresa se encontrar mais vulnerável a falhas. Nesse sentido, aponta-se uma perspetiva de que as estratégias de recuperação devem estar ligadas às suas fontes de declínio.

Schmitt e Raisch (2013) argumentam ainda que mesmo nas situações mais dramáticas, com as causas exógenas e endógenas de declínio a afetar o desempenho das empresas, a combinação de estratégias de redução e recuperação pode permitir a consolidação do processo de *Turnaround*.

Em consonância, Arogyaswamy *et al.* (1995) e Santana *et al.* (2017) apoiam a ideia de que a gestão adequada de recursos humanos pode ser vantajosa na estratégia de recuperação e concordam com os autores em termos das respostas mais eficazes do *Turnaround* acima mencionadas. Com base neste paradigma, Santana *et al.* (2017) sugerem um modelo de recursos humanos e práticas face ao declínio organizacional (SHRM).

2.5.1. Estratégia de Gestão de Recursos Humanos (SHRM)

Em tempos de crise a estratégia mais recorrente adotada pelas empresas é o *downsizing* do emprego (Cascio, 2002).

O *downsizing* é um conceito descrito como as ações tomadas pela empresa de forma a adaptar-se a fatores externos, a resolver problemas de gestão e a melhorar a eficiência de forma a aumentar a sua produtividade e competitividade (Tsai e Yen, 2008).

As medidas de *downsizing* são um conjunto de práticas de recursos humanos que devem ser adaptadas a todas as situações críticas. No entanto, estas medidas devem ser adotadas com precaução, uma vez que este redimensionamento pode aumentar a desmoralização e a ansiedade organizacional ou até mesmo reduzir a empresa a um tamanho inadequado (Luan *et al.*, 2013).

De acordo com Pfeffer (2005), a gestão de recursos humanos é um meio para alcançar o sucesso competitivo, mesmo em tempos de crise e, por isso, essa gestão de recursos deve estar alinhada com a estratégia de negócios (Boselie, 2009).

Para o autor a força do trabalho deve ser encarada como uma fonte de vantagem estratégica e não apenas como um custo a ser minimizado ou evitado.

Nessa linha de pensamento, o modelo proposto por Santana *et al.* (2017) considera duas variáveis, o declínio baseado na empresa e o declínio baseado na contração da indústria que por sua vez produzem três principais cenários em relação à origem do declínio: (1) declínio baseado na empresa; (2) declínio baseado na contração da indústria; (3) declínio baseado na contração da indústria e da empresa.

(1) Declínio baseado na empresa

Numa situação de declínio baseado na empresa, Ndofor *et al.* (2013) afirmam que as estratégias de recuperação têm uma influência positiva no *Turnaround* organizacional, ao invés das estratégias de redução que têm uma influência negativa na recuperação do desempenho das empresas.

Numa situação de declínio deste tipo, uma gestão de recursos humanos orientada para a flexibilidade visa combinar os recursos e capacidades existentes, ou ter acesso a novos recursos externos que sejam incorporados aos que já existem, a fim de obter uma resposta estratégica ao declínio.

Como as práticas de RH podem incentivar a flexibilidade dos colaboradores, a organização deve concentrar-se em obter diversidade suficiente de competências e comportamentos para se adaptar às mudanças.

De modo a promover tal variedade e a direcionar deficiências internas (por exemplo, aumentar a produtividade ou pontualidade), as empresas devem centrar a sua atenção para o pagamento baseado em habilidade e competência, além do pagamento baseado no desempenho (Bhattacharya *et al.*, 2005) e, por conseguinte, será possível à empresa diferenciar os seus funcionários mais valiosos dos restantes.

(2) Declínio baseado na contração da indústria

O declínio baseado na contração da indústria ocorre quando o setor de atividade de uma empresa é reduzido em tamanho; é quando o desempenho se deteriora e existe o risco de desaparecimento de uma empresa (Arogyaswamy *et al.*, 1995).

Numa indústria de contração, as empresas que são mais eficientes na utilização de recursos limitados têm uma maior capacidade de sobrevivência (Zammuto e Cameron, 1985).

As empresas em expansão, no declínio baseado na contração da indústria beneficiam da exploração dos seus recursos e capacidades atuais (Benner e Tushman, 2003). Nesse sentido, as práticas de recursos humanos podem influenciar a eficiência das empresas (Hsieh e Chen, 2011).

Uma estratégia de RH voltada para a eficiência visa obter respostas competentes, a fim de expandir a posição da indústria em situações de declínio baseado na contração da indústria, onde a empresa está a ter um bom desempenho, mas está sob extrema pressão do meio ambiente.

A fim de explorar os recursos e capacidades existentes, alguns estudos propõem um treino intensivo para melhorar as competências atuais relacionadas com o trabalho, especialmente para as unidades de produção (Diaz-Fernandez *et al.*, 2016).

Kang e Snell (2009) recomendam sistemas de incentivo voltados para o desempenho dos indivíduos nos trabalhos atuais, para explorar os recursos e as capacidades existentes. De acordo com os autores, definições rigorosas de trabalho e o seu movimento hierárquico com escassas rotações de funções, incentivam os funcionários a explorar os seus conhecimentos.

(3) Declínio baseado na empresa e na contração da indústria

Arogyaswamy *et al.* (1995) sugerem duas estratégias de recuperação para organizações com declínio baseado na empresa e na contração da indústria e, dependendo se este é de longo prazo ou cíclico: redimensionando para os segmentos de clientes e mantendo a posição da indústria, respetivamente.

Segundo os autores, embora seja muitas vezes difícil, uma estratégia razoável consiste em encontrar um nicho na indústria que ofereça boas oportunidades, que seja livre ou ocupado por concorrentes mais fracos, cujos recursos e capacidades existentes sejam vantajosos.

Batt (2000) argumenta ainda que é necessário que os funcionários desenvolvam as suas habilidades para melhor atender às necessidades dos clientes.

Hsieh e Chen (2011) referem-se a uma estratégia de foco apoiada numa estratégia de RH, orientada ao compromisso para competir num segmento de mercado, e afirmam que essa estratégia deve contar com funcionários experientes com uma grande visão no nicho, já que o seu conhecimento e experiência são cruciais para compreender o contexto de um segmento específico.

Os autores afirmam ainda que o treino extensivo contribui para manter funcionários experientes, bem como para aumentar o compromisso, a empregabilidade e a coesão para explorar o conhecimento dentro do segmento.

Em relação às opções de remuneração, recompensas intrínsecas e extrínsecas, como título do funcionário, antiguidade, status, responsabilidade, autonomia de trabalho, benefícios, reconhecimento regular por parte da chefia ou segurança dos empregos, contribuem também para manter os funcionários mais experientes e valiosos.

Caso a empresa não consiga encontrar um nicho ou expandir a sua posição, uma opção transitória é conservar a posição na indústria, mantendo os custos de recursos humanos até a fase de recuperação (Arogyaswamy *et al.*, 1995).

De acordo com Santana *et al.* (2017), uma estratégia de RH orientada à manutenção envolve práticas como, por exemplo, a redução do horário de trabalho ou mudança para *part-time*, semanas curtas obrigatórias ou a restrição de horas extras de trabalho. Em áreas não essenciais, as empresas podem impor congelamentos de contratação, reduções salariais ou férias não pagas.

Estas medidas de *downsizing* podem ser aplicadas por um certo período de tempo, mas segundo a literatura revista, não podem ser praticadas a longo prazo sem afetar a moral dos funcionários e, conseqüentemente, o seu desempenho (Mellahi e Wilkinson, 2010).

De um modo geral, a administração de uma empresa tem que considerar tanto a raiz do problema quanto o tempo em termos de consciência do declínio. Quanto mais cedo o

gestor for capaz de perceber a situação de declínio, mais cedo a empresa tem capacidade para resolver o problema.

De acordo com as causas de declínio e as estratégias de recuperação mais eficazes examinadas, Santana *et al.* (2017) propõem quatro estratégias de recursos humanos para organizações em declínio: (1) orientadas para a flexibilidade, (2) orientadas para a eficiência, (3) orientadas para nichos; (4) orientadas para manutenção.

Uma estratégia de gestão de RH em empresas em declínio não é uma questão apenas de corte salarial, despedimentos ou mesmo redução de horas de trabalho. Os funcionários de uma empresa, mesmo numa situação de falência podem aumentar o seu valor estratégico e, portanto, o valor das práticas de recursos humanos.

Assim, cabe ao gestor delinear o melhor caminho para otimizar o desempenho da empresa, não só aproveitando a plenitude dos seus recursos disponíveis como também os fatores externos à empresa.

Desta forma, o gestor tem um papel fundamental no *Turnaround* de uma empresa.

2.5.2. A importância do Gestor no *Turnaround*

A sobrevivência a longo prazo exige que as empresas tenham a capacidade de recuperar de uma queda no seu desempenho e voltarem a ser lucrativas. Esta capacidade faz parte das características adaptativas da empresa e estão associadas às habilidades cognitivas dos gestores.

Alguns autores enfatizam particularmente o impacto dos padrões cognitivos dos gestores na resposta das empresas às novas oportunidades tecnológicas e à velocidade de entrada no mercado (Kaplan *et al.*, 2003).

Consequentemente, as competências cognitivas dos líderes estratégicos das empresas em declínio podem afetar as hipóteses de *Turnaround* de uma empresa, por exemplo, através

da velocidade e qualidade de respostas estratégicas aos desafios e da aprendizagem organizacional (Eggers e Kaplan, 2009; Fahey e Narayanan, 1989).

Liang *et al.* (2018) no seu estudo referem que as competências cognitivas dos gestores afetam os resultados das tentativas de *Turnaround*, mas através de processos distintos, dependentes do tipo de processo cognitivo.

Os autores afirmam que a perceção dos gestores em relação ao controlo das causas do declínio tem um impacto direto e positivo no sucesso de uma tentativa de *Turnaround*. Da mesma forma, o padrão de atenção de um gestor tem um impacto moderado, embora direto, no sucesso de uma tentativa de *Turnaround*, com atenção voltada para o ambiente externo, sendo esta positivamente associada à recuperação do declínio.

Liang *et al.* (2018) argumentam ainda que a estabilidade percebida do gestor relativa às causas do declínio influencia, indiretamente, o sucesso do *Turnaround* através da sua moderação da mudança estratégica muitas vezes introduzida pelas empresas em declínio.

A atenção de um gestor pode direcionar uma empresa para o desenvolvimento de novas competências e capacidades mais adequadas aos mercados em evolução (Kaplan, 2008).

D'Aveni e MacMillan (1990) argumentam que as empresas podem ter a sua atenção voltada para 2 direções: Uma das atenções está direcionada externamente, que se refere à atenção dada aos problemas originados fora do limite de atividades de uma empresa (tendências de procura e tecnologias). A outra atenção está direcionada internamente, que se refere ao foco cognitivo nas questões internas às organizações (como funcionários, despesas administrativas e estrutura organizacional).

Caso a empresa esteja a enfrentar um declínio de desempenho, a atenção direcionada externamente é mais vantajosa, uma vez que traz mais benefícios quanto à velocidade, grau e alvo das mudanças adotadas pelas empresas em resposta a esse declínio.

Grinyer *et al.* (1988) afirmam que, habitualmente, a queda severa do desempenho resulta de mudanças externas irreversíveis que exigem mudanças internas nas empresas. Nesse sentido, se os gestores prestarem mais atenção a questões externas, têm maior

probabilidade de detetar as mudanças provocadas pelo meio exterior, reconhecendo o problema e desenvolvendo o ímpeto da mudança cedo.

Embora a atenção incorpore o ponto em que o gestor se encontra atendendo a problemas organizacionais (internos versus externos), a atenção não representa uma estrutura causal, mas pode afetá-la.

De acordo com uma pesquisa de Weiner (1986), as causas de eventos são frequentemente pensadas pelo ser humano ao longo de duas dimensões: controlabilidade e estabilidade.

Quando os líderes estratégicos atribuem ao declínio causas incontrolláveis, normalmente indica que estes podem não ter capacidade cognitiva suficiente para entender as causas do declínio e gerar soluções, ou simplesmente percebem que a empresa não tem capacidade para implementar as mudanças necessárias. Como tal, o gestor pode não fazer nada em resposta ao declínio na crença de que a situação está fora do seu controlo.

Por outro lado, quando os líderes estratégicos percebem que as causas do declínio são controláveis, provavelmente respondem à situação de declínio com inovação (McKinley *et al.*, 2014; Mone *et al.*, 1998).

Desta forma, o *Turnaround* de uma empresa tem mais hipóteses de sucesso quando os gestores consideram que as causas do declínio são controláveis.

A estabilidade do declínio refere-se à percepção do gestor em relação ao grau de permanência associada às causas do declínio, ou seja, se estas são temporárias ou mais longas (Barker e Barr, 2002; Ford, 1985; Mone *et al.*, 1998).

Se aos declínios de desempenho forem atribuídas causas instáveis como as recessões, os gestores não sentem necessidade de alterar estratégias e rotinas existentes.

Da mesma forma, quando se trata de uma implementação, qualquer iniciativa de mudança exige estabilidade na atribuição do problema que se pretende resolver. Caso o problema desapareça após o início de uma iniciativa de mudança, é provável que a mudança não seja alcançada.

Por outro lado, as mudanças de grande escala necessitam de um período mais longo para surtirem efeito, logo as causas do declínio que se pretende resolver devem ser mais estáveis para que essas alterações sejam bem-sucedidas, logo, quanto mais estáveis são as causas do declínio maior é a eficácia das mudanças estratégicas.

Nesse sentido, a estabilidade percebida pelo gestor em relação às causas de declínio, modera positivamente a relação entre a mudança estratégica e o *Turnaround* da empresa.

A Figura 1 representa de que forma as características cognitivas do gestor afetam os resultados das tentativas de *Turnaround* de uma empresa.

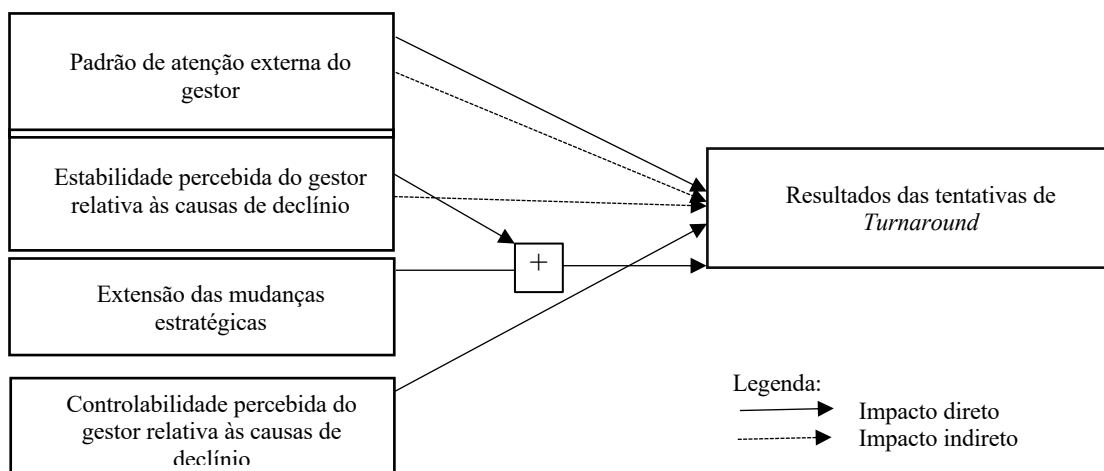


Figura 1 - Relação entre as características cognitivas do gestor e os resultados das tentativas de *Turnaround*.

Fonte: Liang *et al.* (2018)

As características cognitivas dos gestores afetam os resultados das tentativas de *Turnaround* das empresas em declínio de formas diretas e indiretas.

Diferentes processos cognitivos, como a atenção e atribuição das causas de declínio parecem também afetar os resultados das tentativas de *Turnaround* de maneiras separadas. Além disso, estes estão positivamente relacionados com a atenção externa dos gestores.

Tal benefício associado ao padrão de atenção externa do gestor é independente das influências da mudança estratégica iniciada pelas empresas em declínio. Desta forma, os

gestores podem influenciar o desempenho organizacional por outros meios que não as respostas estratégicas aprovadas para declínios de desempenho.

A controlabilidade percebida do gestor relativa às causas de declínio pode afetar diretamente os resultados das tentativas de *Turnaround* de uma empresa, uma vez que se presumir que os gestores são seres racionais no processo da tomada de decisão, é provável que a sua confiança esteja associada com as suas competências cognitivas para identificar as estratégias acertadas.

Por sua vez, a estabilidade percebida do gestor relativa às causas de declínio pode influenciar indiretamente as hipóteses de recuperação através da interação com as mudanças estratégicas iniciadas pelas empresas.

Kanter (2003) argumenta que mudar o ambiente negativo nas empresas em declínio é fundamental para alcançar o *Turnaround*, já que as empresas podem ficar paralisadas pelas consequências negativas do declínio como, por exemplo, a desconfiança dos funcionários na gestão da empresa.

As características cognitivas do gestor ajudam a inverter esta atmosfera negativa, de forma a fomentar otimismo e controlabilidade nas empresas em declínio. Esta cognição positiva pode mobilizar os *stakeholders* para apoiarem os esforços de recuperação, o que por sua vez, pode levar a uma melhor execução das estratégias de *Turnaround* e, consequentemente, a uma maior probabilidade de recuperação das empresas.

De facto, o gestor de uma empresa em declínio tem um papel fundamental no seu processo de *Turnaround*. Contudo, um dos principais problemas destas empresas é a falta de novos recursos de financiamento para continuarem com a sua atividade e porem em prática as suas estratégias de *Turnaround*.

Desta forma, surge um novo agente que também tem um papel fundamental neste processo, a confiança na concessão de crédito para as empresas em recuperação.

2.5.3. A importância da Confiança no *Turnaround*

Quando as empresas devedoras atingem um elevado nível de incapacidade de cumprimento das suas obrigações, encontram-se numa situação em que já não possuem garantias reais para oferecer em troca de novos recursos financeiros.

Deste modo, as empresas credoras não podem recorrer aos mecanismos convencionais para avaliar a concessão de crédito para empresas em recuperação, assumindo esta avaliação um carácter mais subjetivo. Assim, as relações entre as empresas credoras e as empresas em recuperação caracterizam-se por uma maior dose de risco.

Monteiro e Teixeira (2009) no seu estudo defendem que a confiança é o agente capaz de atuar na redução de riscos e incertezas e, portanto, pressupõe-se que as transações entre estas empresas são efetivadas pelos gestores credores que tomam a sua decisão com base na dimensão das suas expectativas futuras. Ao confiarem na recuperação de uma empresa, estes gestores demonstram disposição para assumir riscos, sendo a sua decisão fundamentada em relações de confiança.

A confiança no âmbito das empresas pode ser compreendida sob duas perspetivas: intraorganizacional e interorganizacional.

McAllister (1995), ao considerar a relação entre os pares (empresas credoras e empresas em recuperação), aborda a confiança numa perspetiva intraorganizacional defendendo que esta perspetiva possui duas dimensões: (1) cognitiva e (2) afetiva.

(1) A dimensão cognitiva, de natureza racional, é fundamentada nos aspetos positivos que dão evidências para se confiar. Segundo McAllister (1995), a construção da confiança cognitiva depende de três elementos:

- a. Sucesso da performance dos pares: está relacionado ao reconhecimento do trajeto profissional do par e das evidências do seu comportamento consistente;
- b. Extensão da similaridade social: existência de características similares, como por exemplo a etnia;

- c. Credenciais profissionais: características reconhecidas na comunidade profissional.

(2) A dimensão afetiva baseia-se nos laços emocionais entre os indivíduos. A construção da confiança entre pares profissionais baseada na afetividade exige um nível de confiança cognitiva: as pessoas depositam expectativas afetivas naquelas em que já exista um conhecimento prévio.

Os elementos mais subjetivos e pessoais contribuem para a criação de relações de confiança e, conseqüentemente, existe uma maior disposição ao risco nos processos de tomada de decisão para a concessão de crédito a empresas em recuperação.

Das e Teng (2001), ao abordarem a confiança interorganizacional também mencionam duas dimensões: (1) baseada na integridade e (2) baseada na competência.

(1) A confiança baseada na integridade reside na reputação da empresa e destaca as boas intenções e a integridade organizacional e, como tal, o relacionamento entre as empresas não se foca em problemas de cooperação. Este tipo de confiança delinea as intenções para que as coisas aconteçam, mas não a capacidade efetiva de realmente fazer acontecer.

(2) A confiança baseada na competência tem por base a construção de uma reputação alicerçada na competência da empresa. Assim, baseia-se numa série de recursos e habilidades da empresa, como por exemplo capital, recursos humanos, poder da marca, tecnologia, entre outros.

É natural deduzir que a decisão dos gestores credores para a concessão de crédito a empresas em recuperação financeira é afetada apenas pelas dimensões relativas à confiança interorganizacional. No entanto, a relação entre os pares dá-se entre pessoas, gestores de empresas credoras e gestores de empresas em recuperação financeira.

Entende-se, portanto, que a confiança inerente às relações entre as empresas credoras e em recuperação caracteriza-se tanto pelas dimensões de integridade e competência quanto pelas dimensões cognitiva e afetiva.

Monteiro e Teixeira (2009) defendem que a confiança surge como um elemento fundamental na redução do risco da concessão de crédito, minimizando a incerteza e a complexidade inerente às relações entre os credores e as empresas em recuperação.

Uma vez concedido o crédito às empresas em recuperação, estas voltam a ter acesso a meios financeiros para continuar a sua atividade e, eventualmente, auxiliar uma possível estratégia de *Turnaround*. Como tal, é de referir que a confiança tem um grande papel no processo de *Turnaround*, não só internamente (por exemplo a confiança dos colaboradores) como também externamente (confiança de empresas credoras).

O capítulo seguinte, apresenta a análise empírica desta dissertação.

CAPÍTULO 3

ESTUDO DE CASO

Este capítulo é composto por cinco secções. Inicia com a apresentação da empresa analisada nesta dissertação, a sociedade anónima Calçado Penha, S.A., pertencente ao setor do calçado.

De seguida segue-se a enunciação das hipóteses de pesquisa e a metodologia adotada para testar essas mesmas hipóteses.

O enquadramento da empresa é realizado através de uma análise económico-financeira, com o cálculo e interpretação de alguns indicadores e sua comparação com a média do setor de atividade.

Posteriormente, testam-se os modelos de previsão de falência analisados na secção 2.2. O objetivo é constatar se seria possível a previsão da situação de declínio da empresa em análise 2 anos antes de esta ter ocorrido.

Após a identificação das causas do declínio da empresa, passa-se a analisar quais as estratégias de recuperação adotadas.

A particular escolha desta empresa prende-se com facto de se enquadrar num dos setores de atividade que mais predomina na zona Norte de Portugal. Além disso, é importante perceber que mesmo as empresas consideradas teoricamente “saudáveis”, estão sujeitas a atravessar uma fase de declínio ou até mesmo enfrentar uma situação de falência. Assim, torna-se pertinente estudar as causas desse declínio e averiguar a possibilidade de se prever tal situação e, posteriormente, a recuperação empresarial.

Neste estudo, a informação necessária baseia-se essencialmente, no Balanço e Demonstração de Resultados da empresa selecionada, produzidos de acordo com o Sistema de Normalização Contabilística (SNC).

3.1. Apresentação da Empresa

A empresa Calçado Penha, S.A., foi fundada em 1967, apresentando uma história de solidez e seriedade, impondo-se como uma referência no seu setor de atividade.

O logótipo da empresa é apresentado na Figura 2.



Figura 2 - Logótipo da Empresa Calçado Penha, S.A.

Sediada na cidade histórica de Guimarães, esta empresa conta com o apoio de cerca de 130 colaboradores altamente qualificados na produção de calçado de luxo para homem.

Em média, a empresa tem uma capacidade produtiva de cerca de 550 pares de unidades diárias, sendo que a sua produção é maioritariamente destinada à exportação. É de referir ainda que, toda a produção é realizada dentro das instalações da empresa, não delegando trabalho para terceiros, de modo a garantir maior controlo e qualidade dos seus produtos.

A empresa Calçado Penha, S.A., garante a qualidade dos seus produtos através de um controlo rigoroso e constante ao longo de todo o processo produtivo, desde a seleção da matéria-prima até aos cuidados dos acabamentos.

Relativamente ao seu processo produtivo destacam-se as seguintes etapas:

- (1) Design/ Modelagem
- (2) Corte
- (3) Costura
- (4) Montagem
- (5) Solado
- (6) Acabamento

De seguida é descrito de forma sucinta cada uma destas fases.

A primeira fase, design/modelagem, que é de extrema importância pois é onde são concebidos os projetos. Aqui, são idealizados e visualizados os modelos, linhas e coleções, englobando as construções e todas as características do produto, como por exemplo, formas, cores, texturas e possíveis custos.

As Figuras 3 e 4 representam, respetivamente, o design e a modelagem do produto.



Figura 3 - Design do produto.



Figura 4 - Modelagem.

Com base no que foi definido pelos responsáveis da etapa anterior, segue-se a segunda fase, o corte, em que a matéria-prima é cortada pelos funcionários especializados nesta função.

A empresa utiliza processos manufaturados, mas também utiliza outro processo mais avançado, ao utilizar o corte a laser, que resulta num maior aproveitamento de matéria-prima e numa maior eficiência, dado que o controlo da área a ser cortada é feito pelo computador.

Ainda nesta etapa são efetuadas todas as marcações que irão servir de base para a etapa seguinte, a costura.

As Figuras 5 e 6 representam os dois processos distintos desta etapa.



Figura 5 - Corte manufaturado.

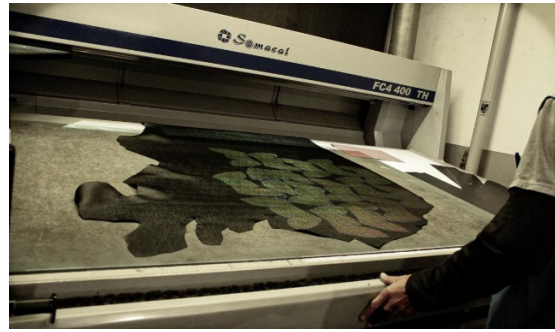


Figura 6 - Corte através da máquina de laser.

Na fase seguinte, a costura, existem máquinas de costura de controlo numérico, porém é restrita a um determinado tipo de produtos, os mais standardizados.

É comum as empresas delegarem esta etapa a empresas terceiras, no entanto, a empresa em estudo tem uma secção com uma equipa de funcionários para procederem à realização desta fase.

A Figura 7 representa a execução desta etapa do processo produtivo.

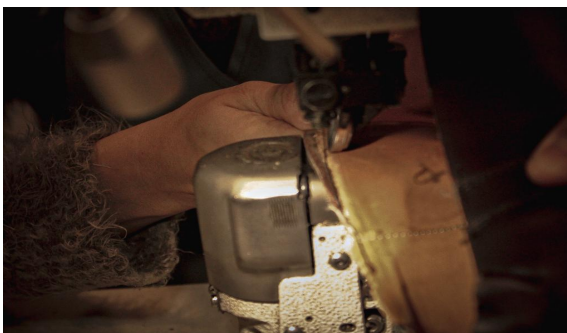


Figura 7 - Costura.

Na quarta fase, montagem, são colocados os vários tipos de peles nas formas a fim de se obter a formação e a fixação da pele junto à palmilha de montagem.

Este processo é realizado, normalmente, por meio de colagem, podendo também a montagem ser efetuada com recurso à costura. Aqui, ocorrem ainda operações de colocação de biqueiras, contrafortes, entretelas, entre outras.

As Figuras 8 e 9 representam tarefas distintas da fase da montagem, sendo a primeira uma fase mais inicial e a segunda uma fase mais adiantada do processo onde se coloca a pele sobre a forma.



Figura 8 - Preparação dos cortes.



Figura 9 - Montagem dos cortes na forma.

Por sua vez, na fase do solado, são fixadas as palmilhas de montagem, já com as peles montadas e enformadas aos solados, podendo esta fixação ser pregada, colada, vulcanizada ou costurada.

Aqui, ocorrem ainda operações que envolvem os processos de pregar e colar os tacões, lixar os solados e peles enformadas que foram montadas nas palmilhas e ainda colagem por meio de pressão.

As Figuras 10,11 e 12 representam diferentes tipos de tarefas na realização desta etapa.



Figura 10 - Colagem da sola.

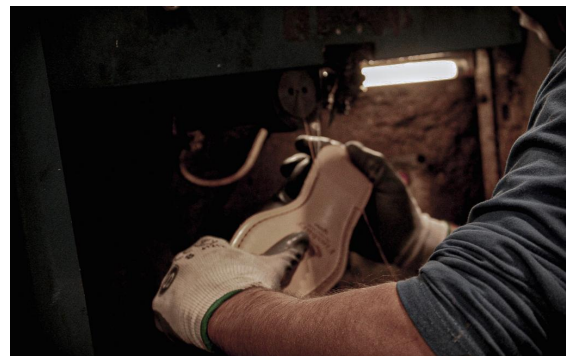


Figura 11 - Costura de sola.



Figura 12 - Colocação de pregos no tacão.

Na última fase, o acabamento, que como o próprio nome indica todos os pares são inspecionados, e alterados caso necessário, com o objetivo de manter a perfeição do produto, garantindo assim um trabalho de qualidade.

No final, cada produto é cuidadosamente embalado e organizado por tamanhos, modelos e cores. De modo a evitar erros tudo é verificado antes da expedição.

Esta etapa tem uma importância acrescida, na medida em que é a última fase antes do cliente ver o produto. É imperial que este não apresente nenhum tipo de falha.

As Figuras 13, 14, 15 e 16 demonstram os vários processos que caracterizam esta última etapa do processo produtivo da empresa.

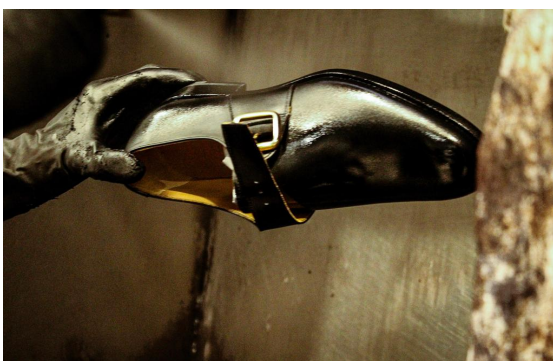


Figura 13 - Pintura.



Figura 14 - Limpeza do sapato.



Figura 15 - Colocação da Palmilha.



Figura 16 - Embalamento do Produto Acabado.

Como complemento à apresentação da empresa e, de forma a entender com mais clareza a situação em que esta se encontra, recorre-se a uma entrevista realizada ao seu administrador e sócio.

Na entrevista, o acionista diz que a empresa Calçado Penha, S.A., tinha um contrato de exclusividade com um agente, representante da empresa no mercado externo, sendo que este possuía uma carteira de clientes aos quais vendia os produtos da empresa. A empresa estava assim dependente do seu volume de negócios de um único “cliente”, isto é agente.

Esta parceria que a empresa mantinha com o intermediário era de longa duração, 30 anos, daí ser caracterizada pela confiança e solidez, facto que contribuiu quer para o crescimento da empresa, quer para o crescimento do próprio agente.

A Figura 17 apresenta a variação do volume de negócios da empresa na última década (de 2009 a 2019).

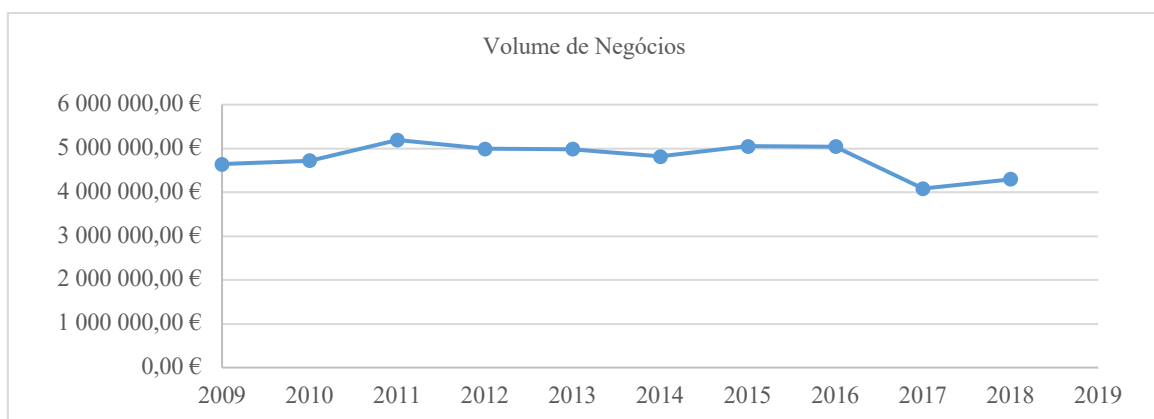


Figura 17 - Variação do Volume de Negócios da Empresa

Da Figura 17 constata-se que o volume de negócios da empresa até 2016 apresenta pequenas oscilações ao longo dos anos. No entanto, ano de 2017, constata-se uma diminuição acentuada, que de acordo com a entrevista, se deve à rotura da confiança do agente da empresa.

Esta quebra na confiança deve-se à constante falta de pagamentos do agente à empresa e às suas constantes promessas de cumprimento para com a empresa, ou seja, uma relação que até então era de plena confiança deixou de o ser.

Sabendo o quanto a empresa dependia de si, este agente, durante dois anos, continuou com promessas de cumprimento de pagamento na totalidade, mas sem nunca o fazer, tendo a empresa continuando a enviar os produtos, mas sem nunca os transformar em meios financeiros líquidos no tempo estipulado.

Assim, com falta de liquidez a empresa já não conseguia cumprir com as suas obrigações, como por exemplo, pagar aos fornecedores as matérias-primas para continuar com a sua atividade operacional.

Esta falta de pagamentos aos fornecedores resulta, posteriormente, em falhas de entrega de alguns produtos devido à falta de MP, denegrindo a imagem da empresa perante o cliente final (que não estava a par do sucedido) tornando a sua situação insustentável.

Desta forma, o gestor da empresa vê-se obrigado a tomar medidas, na tentativa de contrariar a situação de crise.

3.2. Metodologia

O objetivo desta dissertação é a análise da viabilidade de uma empresa que se apresenta em dificuldades. Para alcançar este objetivo são enunciadas as seguintes hipóteses de pesquisa:

[H₁] - Seria possível prever a situação da empresa, antes de esta apresentar dificuldades financeiras.

[H₂] - Quais os fatores que provocaram as dificuldades financeiras da empresa e as estratégias adotadas são adequadas à situação.

A análise desenvolvida pretende testar as hipóteses enunciadas. A metodologia utilizada está definida em três fases, duas fases para a primeira hipótese de pesquisa e uma terceira fase para a segunda hipótese de pesquisa.

Na primeira fase realiza-se uma análise da situação económica e financeira, com base numa análise fundamental, que incide sobre os relatórios financeiros produzidos pela empresa e sobre a política adotada por esta.

Esta análise é apoiada: (1) na análise à estrutura de dois mapas contabilísticos, o Balanço e Demonstração de Resultados e, (2) no cálculo e interpretação de alguns indicadores financeiros, que são analisados em quatro grupos: liquidez, atividade ou rotação (*Turnover*), estrutura ou endividamento (alavancagem financeira) e rentabilidade.

Os indicadores de liquidez avaliam a capacidade da empresa em cumprir com obrigações de curto prazo.

Os indicadores de atividade têm como objetivo aferir a eficiência da empresa na gestão dos seus ativos, quer de curto prazo, isto é, avaliar a velocidade de transformação dos ativos em meios monetários, quer de médio e longo prazo, ou seja, aferir sobre a utilização dos fundos à disposição da empresa.

Os indicadores de estrutura ou endividamento avaliam a estrutura de capitais da empresa, assim como a sua solvabilidade, isto é, a capacidade a longo prazo de a empresa cumprir as suas obrigações.

Os indicadores de rentabilidade, avaliam a eficiência da empresa ao utilizar os ativos e a sua capacidade em gerar resultados, que pode ser analisada numa perspetiva operacional (volume de negócios) ou numa perspetiva estratégica (investimento).

Realiza-se uma análise aos indicadores identificados, numa perspetiva estática e dinâmica.

Na perspetiva dinâmica realiza-se uma análise ao longo de um determinado período de tempo para avaliar a evolução da empresa. O período analisado é de 4 anos, compreendido entre 31 de dezembro de 2015 e 31 de dezembro de 2018.

Na perspetiva estática analisa-se um determinado momento do tempo, mas em comparação com a média do setor. Esta análise é realizada para quatro anos, de 2015 a 2018.

Na segunda fase, pretende-se verificar se alguns modelos de previsão da falência apresentam poder explicativo na empresa em análise. Para tal, são analisados os modelos de previsão de falência: o modelos *Z-score* (Altman, 1968) e o modelo *Logit* (Ohlson, 1980).

Após estas duas fases é possível concluir sobre a primeira hipótese de pesquisa.

Na segunda hipótese de pesquisa analisa-se os fatores que provocaram a situação da empresa, com base na revisão da literatura realizada na secção dois desta dissertação e com base numa entrevista.

A análise às causas da situação de falência da empresa é baseada na identificação do tipo de falência descrito por Korol (2017), assim como dos fatores que provocaram a situação. Conjugam-se esta análise com os fatores identificados aquando da realização de uma entrevista ao administrador e acionista da empresa. Estas duas análises são comparadas para aferir se identificaram fatores idênticos.

Identificam-se as políticas adotadas para inverter a situação de declínio da empresa, que foram apuradas aquando a entrevista. Posteriormente analisam-se se estas políticas estão de acordo com o estudado na revisão de literatura.

Pretendia-se também formular uma terceira hipótese de pesquisa, isto é, se as estratégias adotadas foram adequadas à situação da empresa. No entanto, por limitação de tempo

para a realização da dissertação, esta não foi incluída, podendo ser alvo de uma investigação futura.

3.3. Enquadramento da Empresa

A análise económica e financeira de uma empresa é um processo contínuo, que tem como objetivo avaliar a sua situação patrimonial no tempo e no espaço, e utiliza um conjunto de técnicas que se baseiam na atividade extra-contabilística (como por exemplo, a capacidade dos responsáveis da gestão, o nível de competitividade e a viabilidade económica dos seus produtos) e nos documentos contabilísticos que resumem um conjunto alargado de informações económico-financeiras (Nabais, C. e Nabais, F. , 2009).

Com base anos de 2015 a 2018 (anexo I) é realizada uma análise comparativa da situação patrimonial da empresa e, posteriormente, são efetuados cálculos de alguns indicadores financeiros que permitem aprofundar a análise da informação contida nas demonstrações financeiras da empresa.

De acordo com SNC, o Balanço é um dos principais documentos proporcionados pelo sistema contabilístico. Trata-se de um documento que expressa a situação financeira de uma empresa num determinado momento, normalmente um ano.

O Balanço permite comparar o ativo (bens e meios monetários que a empresa possui bem como as dívidas a receber), com o passivo ou capital alheio (dívidas a pagar) para evidenciar o capital próprio (Cardoso, 2001).

A diferença entre o que uma empresa tem e o que uma empresa deve é designado de capital próprio (composto pelo capital que foi utilizado para a criação da empresa, pelo acumular de resultados positivos ou negativos ao longo dos anos de funcionamento da organização e, por eventuais revalorizações do ativo).

O Balanço, é então, um documento que sintetiza a situação patrimonial de uma empresa no final de cada exercício contabilístico.

Como é possível observar nos balanços no anexo I, em 2016, o ativo total da empresa diminui face ao ano anterior, passando de 4 097 393,83 euros para 3 971 514,88 euros, devendo-se maioritariamente à diminuição do ativo corrente que foi afetado pelo decréscimo de vendas a clientes e, ao mesmo tempo, uma diminuição de meios financeiros líquidos disponíveis.

Por outro lado, nos dois anos seguintes, 2017 e 2018 verifica-se a situação inversa, ou seja, há um aumento contínuo do ativo total da empresa, que se deve ao aumento do ativo corrente, uma vez que existe um aumento simultâneo das vendas a clientes e dos meios financeiros líquidos disponíveis.

Relativamente ao passivo total e capital próprio da empresa, no ano 2016 verifica-se uma diminuição face ao ano anterior em ambos os casos. Por outro lado, nos dois anos seguintes verifica-se a situação inversa, isto é, há um aumento contínuo tanto do passivo total como do capital próprio total.

O decréscimo do passivo total em 2016, que passa de 3 243 175,66 euros para 3 007 370,11 euros, deve-se não só à diminuição do passivo não corrente que é afetado pela diminuição dos financiamentos obtidos face ao ano anterior, mas também à diminuição do passivo corrente em que se verifica uma diminuição da dívida aos fornecedores.

Em 2017 e 2018 verifica-se um aumento contínuo do passivo total, para 3 437 626,76 euros e 3 657 046,56 euros, respetivamente, por consequência do aumento contínuo do passivo corrente e não corrente. Apesar de se verificar uma diminuição dos financiamentos obtidos, os impostos diferidos contribuíram para o aumento do passivo não corrente.

Verifica-se ainda que a dívida aos fornecedores aumenta e, no ano 2018, existe um adiantamento de clientes que contribui ainda mais para um aumento do passivo corrente.

Ao longo dos anos em análise, constata-se que o ativo corrente da empresa é superior ao seu passivo corrente, ou seja, a empresa evidencia condições para satisfazer os seus compromissos de curto prazo.

A Demonstração de Resultados é um quadro que evidencia os rendimentos e os gastos de uma empresa provenientes da sua atividade. O resultado quando positivo apresenta o aumento (lucros) ou quando negativo uma diminuição (prejuízo) verificada no capital próprio durante o exercício económico, excluídas as operações realizadas entre a empresa e os seus detentores (como por exemplo, a distribuição de dividendos).

Analisando as demonstrações de resultados representadas no anexo I, em 2016 verifica-se uma ligeira diminuição das vendas, passando de 5 049 027,89 euros para 5 043 750,97 euros. No entanto, e apesar desta diminuição, pode-se observar que existe um aumento no resultado líquido face ao ano anterior de 35 559,07 euros para 54 476,55 euros. Este aumento pode ser explicado pelo facto de a empresa ter diminuído os seus custos operacionais.

No ano seguinte, em 2017, verifica-se um decréscimo considerável das vendas, passando para 4 085 440,84 euros. Além disso, e inversamente ao que se verifica em 2016, há uma diminuição considerável no resultado líquido da empresa, passando para 10 439,93 euros. Desta forma, é possível reparar que a diminuição das vendas apresenta um impacto negativo no resultado líquido da empresa.

Em 2018, constata-se um aumento nas vendas e no resultado líquido da empresa.

O aumento deste último, não pode ser totalmente explicado pelo aumento das vendas, isto é, a empresa poderá ter diminuído os seus custos operacionais face ao ano anterior, o que contribui para o aumento do resultado líquido.

Para realizar uma análise mais detalhada da informação contida nas demonstrações financeiras da empresa, recorre-se ao cálculo de alguns indicadores financeiros.

Os indicadores analisados são agrupados em quatro grupos:

- (1) Liquidez;
- (2) Atividade;
- (3) Endividamento;
- (4) Rendibilidade.

Na Tabela 2 estão representados alguns dos indicadores financeiros para a empresa em análise nos anos de 2015 a 2018 (Anexo II).

Tabela 2 – Indicadores Financeiros

Indicador	2015	2016	2017	2018
Liquidez Geral	1,31	1,28	1,22	1,36
Liquidez Reduzida	1,04	1,09	1,05	1,24
Prazo Médio de Pagamento (dias)	84	85	140	174
Prazo Médio de Recebimento (dias)	152	156	226	226
Ciclo de Negócios (dias)	88	61	109	64
Ciclo de Tesouraria (dias)	156	131	195	116
Autonomia Financeira	0,208	0,207	0,271	0,266
Endividamento	0,792	0,793	0,729	0,734
Solvabilidade	0,263	0,261	0,372	0,362
Rácio da Dívida Líquida	17,591	12,963	28,165	12,16
Rendibilidade do Ativo	0,009	0,014	0,002	0,009
Rendibilidade do Capital Próprio	0,04	0,07	0,01	0,03

(1) Liquidez

Os indicadores de liquidez avaliam o equilíbrio da empresa a curto prazo, ou seja, a capacidade de a empresa fazer face às suas obrigações de curto prazo.

A liquidez de curto prazo da empresa é tanto maior quanto mais elevado é o rácio da liquidez geral. É desejável que o valor deste rácio seja superior a um, o que significa que a empresa possui ativos líquidos suficientes que quando transformados em meios líquidos, são suficientes para o cumprimento das suas responsabilidades de curto prazo.

A liquidez reduzida indica a capacidade de a empresa cumprir as suas responsabilidades de curto prazo sem ter de recorrer à venda dos seus inventários.

Teoricamente, é comum indicar-se que este rácio deve ser superior a um. Pela análise da Tabela 2, a empresa apresenta capacidade para fazer face às suas responsabilidades de curto prazo, existindo assim uma probabilidade reduzida de apresentar problemas de tesouraria graves a curto prazo. É de referir que a empresa conta com financiamentos relativamente elevados, o que contribui para o aumento deste rácio, mas pode aumentar o perfil de risco da empresa.

Na Figura 18 observa-se a evolução da liquidez da empresa Calçado Penha, S.A., e na figura 19 a evolução da liquidez no seu setor de atividade.

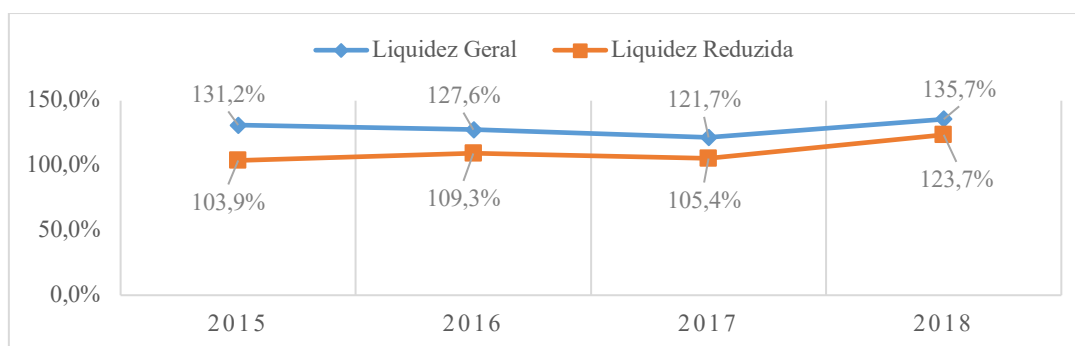


Figura 18 - Liquidez da Empresa.

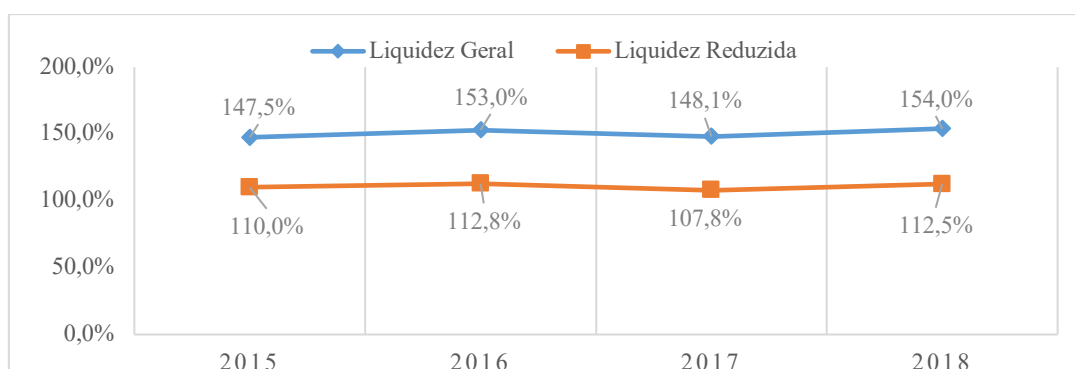


Figura 19: Liquidez do Setor.

Fonte: Banco de Portugal

Na Figura 18 observa-se que a liquidez geral da empresa sofre um decréscimo até ao ano 2017, tendência que se inverte no ano 2018. Estes valores são inferiores à média do setor ao longo do tempo, ainda que o valor da liquidez geral seja superior a um.

Apesar da liquidez geral ser favorável à empresa, os rácios de liquidez são insuficientes para avaliar o equilíbrio financeiro de curto prazo. Como tal, é necessário ajustar os tempos de transformação dos ativos em liquidez (dinheiro) e os tempos de transformação dos passivos em exigível. Pode acontecer que a empresa apresente um ciclo de exploração longo, como longos prazos médios de *stocks* e de recebimentos. Desta forma, serão avaliados os tempos médios de recebimento e pagamento assim como a duração do ciclo de negócios da empresa.

(2) Atividade

Nos indicadores de atividade de curto prazo, devem-se ter em conta o prazo médio de recebimento (PMR) de clientes e o prazo médio de pagamentos (PMP) a fornecedores. O primeiro traduz, em média, quantos dias se demora a receber uma venda, isto é, indica a política de crédito concedida da empresa e a eficácia dos serviços financeiros na sua cobrança. O segundo indica, em média, quantos dias se demora a pagar uma compra. Na Tabela 2, o prazo médio de pagamento assim como o prazo médio de recebimento aumenta até ao ano 2017, verificando-se um aumento exponencial neste ano.

Um PMR elevado pode significar problemas de tesouraria, fraco poder negocial da empresa ou ineficiente departamento de cobranças. Pode também traduzir que a empresa se encontra com problemas financeiros e existe um aproveitamento por parte dos clientes em relação à sua situação para conseguirem prazos de pagamento mais alargados ou mesmo descontos maiores.

A diferença do valor destes dois rácios é consideravelmente elevada, o que significa que a empresa demora bastante mais tempo a receber uma venda, do que ter que pagar uma compra. Assim, esta pode enfrentar problemas de tesouraria, pois aumenta o período que medeia entre a data de pagamento e de recebimento, podendo conduzir à rotura da confiança dos fornecedores.

Nas Figuras 20 e 21 apresentam-se a evolução do prazo médio de recebimento de clientes e do prazo médio de pagamento a fornecedores da empresa e do setor, respetivamente.

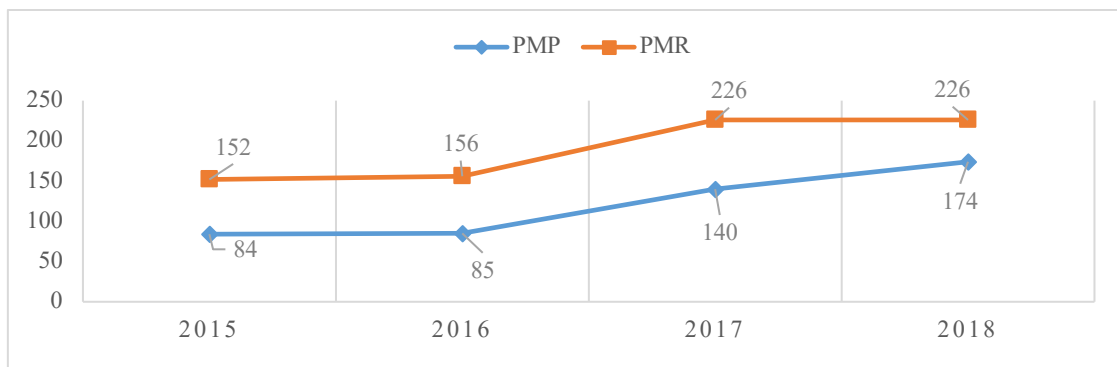


Figura 20 - PMP e PMR da Empresa.

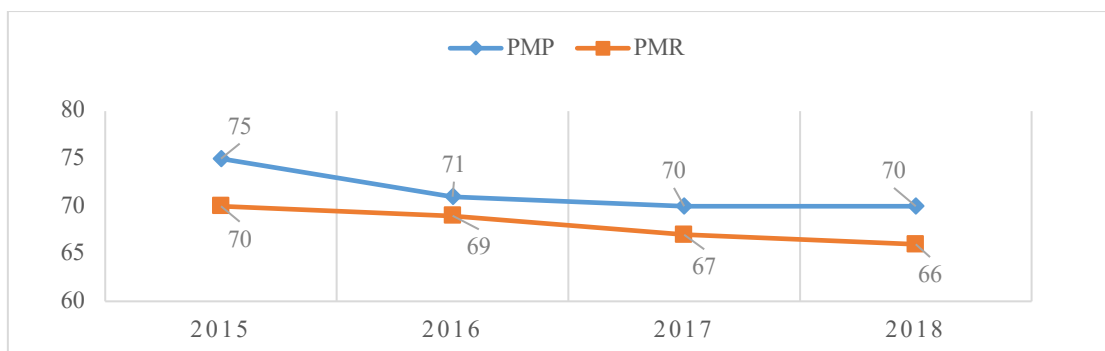


Figura 21 - PMP e PMR do Setor.

Fonte: Banco de Portugal

Na análise das Figuras 20 e 21 constata-se que os valores destes dois rácios são consideravelmente superiores à média do setor.

Como é possível constatar na entrevista mencionada na secção 3.1. existe, de facto, um aproveitamento por parte do cliente (o agente representante da empresa no mercado externo) em relação à situação da empresa Calçado Penha, S.A.

Relativamente ao PMP a empresa não se encontra muito acima da média do setor até ao ano 2016, ainda que exista um grande défice em relação ao PMR. No ano 2017, o PMP é substancialmente superior à média do setor (que por sua vez diminuiu), o que quer dizer que a empresa está com dificuldades em fazer face às suas responsabilidades, devido à falta de liquidez, motivada principalmente pelo aumento exponencial do PMR.

Ao longo do tempo, o PMR do setor é inferior ao PMP, contrastando com a situação da empresa em que, o PMR é bastante superior ao PMP, ou seja, a empresa tem mais dificuldade em converter as suas vendas em meios financeiros líquidos e, por conseguinte, cumprir com os seus compromissos face à média do setor.

O ciclo de negócios da empresa indica o número de dias que medeia entre as entradas das matérias-primas (MP) em armazém, a sua transformação no processo produtivo até obter os produtos acabados, calçado, até ao momento em que estes saem do armazém para serem vendidos.

Este é um indicador importante para a gestão de *stocks*, uma vez que permite não só saber quando e a quantidade de MP a encomendar, como também quanto é que o processo produtivo demora nas suas operações de transformação, a fim de se evitar a rotura dos *stocks*.

Na Tabela 2, no ano 2016 o ciclo de negócios da empresa diminui face ao ano anterior, ou seja, os inventários permanecem menos tempo em armazém e são mais rapidamente transformados no processo produtivo comparativamente a 2015.

Contrariamente, no ano 2017, verifica-se um aumento acentuado do ciclo de negócios da empresa, que pode ser explicado por uma queda nas vendas. Este decréscimo acentuado nas vendas contribui para um aumento de inventários, logo os produtos permanecem mais tempo em armazém e, desta forma, demoram mais a serem vendidos face ao ano anterior.

Já no ano 2018 situação inverte-se, existindo uma diminuição acentuada do ciclo de negócios da empresa, que passa de 108,984 dias para 64,238 dias, o que pode ser explicado por um aumento nas vendas.

Este aumento nas vendas evita a acumulação excessiva de inventários, que permanecem menos tempo em armazém e, desta forma, os produtos, são mais rapidamente vendidos.

O ciclo de tesouraria é o número de dias que decorre entre a entrada e a saída de dinheiro, isto é, o tempo de recebimento de uma venda a partir do momento em que paga as matérias-primas utilizadas para a produção do produto vendido.

No ano 2016 observa-se uma ligeira diminuição do ciclo de tesouraria da empresa face ao ano anterior, passando de 156,126 dias para 131,179 dias, o que pode ser explicado maioritariamente por um decréscimo no seu ciclo de negócios, uma vez que os aumentos do PMP e PMR não foram significativos.

Ao invés, em 2017 verifica-se um aumento considerável do ciclo de tesouraria da empresa para 194,646 dias.

Apesar do PMP da empresa ter aumentado (o que pode ser um sinal positivo, uma vez que mostra que a empresa aumentou o seu poder negocial com os seus fornecedores), o PMR também aumentou, ou seja, a empresa apesar de pagar as suas obrigações mais tarde, recebe as dívidas de terceiros muito mais tarde que no ano anterior o que explica o aumento do seu ciclo de tesouraria.

Além disso, o aumento do ciclo de negócios também contribui para o aumento do ciclo de tesouraria.

No ano 2018 verifica-se uma diminuição do ciclo de tesouraria da empresa. Apesar do PMR se ter mantido praticamente constante face a 2017, a capacidade de reescalonar o prazo de pagamento das suas obrigações aumentou, logo, a empresa reforça o seu poder negocial com os seus fornecedores.

Desta forma, e alienado à diminuição do ciclo de negócios da empresa, verifica-se uma diminuição no seu ciclo de tesouraria.

(3) Endividamento

Numa perspetiva de equilíbrio financeiro da empresa a médio e longo prazo, é importante analisar os indicadores de endividamento que se relacionam com a forma de financiamento da empresa e com a capacidade de cumprimento com as suas obrigações de longo prazo.

O rácio da autonomia financeira indica a quantidade dos ativos da empresa que são financiados por capitais próprios, traduzindo assim, a independência da empresa face ao capital alheio. A estabilidade da empresa é tanto maior quanto mais elevado for este rácio.

Nos anos 2017 e 2018 existe um ligeiro aumento da autonomia financeira da empresa face a 2016, que passa de 20,7% para 27,1% e 26,6%, respetivamente, o que em primeira análise é um bom indicador. No entanto, este aumento prende-se com o facto da criação de um excedente de revalorização dos ativos, que contribui assim para o aumento do capital próprio.

As Figuras 22 e 23 representam a evolução da autonomia financeira da empresa e do setor de atividade nos anos em análise, respetivamente.

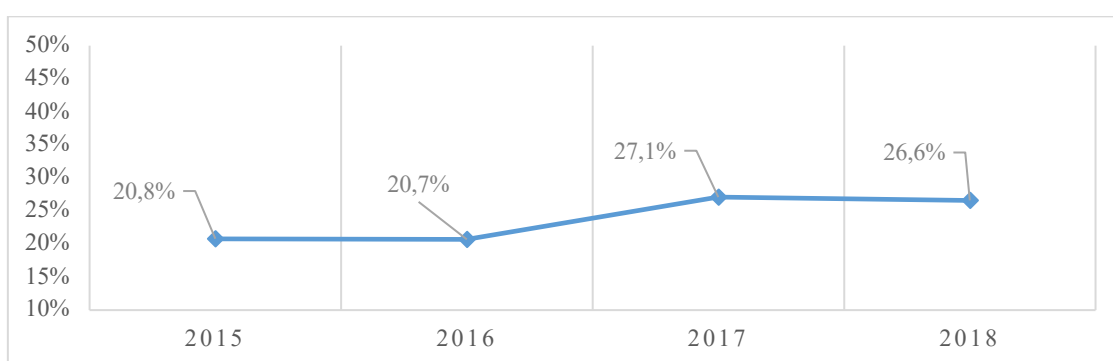


Figura 22: Autonomia Financeira da Empresa.

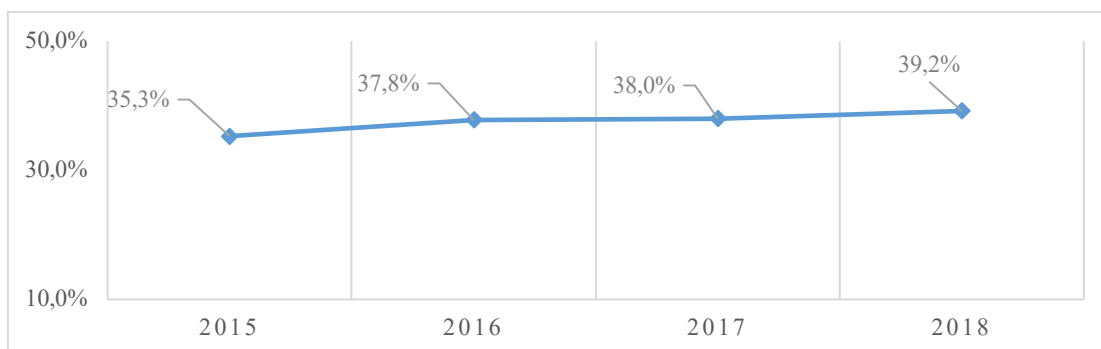


Figura 23: Autonomia Financeira do Setor.

Fonte: Banco de Portugal

É possível constatar que, ao longo do tempo, a autonomia financeira da empresa é inferior à média do setor que apresenta um aumento contínuo. Deste modo, é de referir que a estabilidade financeira da empresa Calçado Penha, S.A., é inferior à média do setor de

atividade, pelo que é mais difícil à empresa obter capitais alheios em condições satisfatórias.

O rácio de endividamento é o complementar da autonomia financeira, isto é, indica a quantidade dos ativos que são financiados por capitais alheios. Assim, a soma dos dois rácios é de um.

Nos anos em análise constata-se (Tabela 2) que, aproximadamente, 20% dos ativos da empresa são financiados por capitais próprios e 80% por capitais alheios, o que quer dizer que a dependência da empresa face aos capitais alheios é elevada.

Do ponto de vista do grau de dependência da empresa face aos seus credores é relevante analisar o rácio da solvabilidade. Este rácio indica a capacidade dos capitais próprios de fazer face aos compromissos da empresa para com terceiros (capital alheio). É expectável que o seu valor seja superior a um.

Neste caso, a solvabilidade da empresa ao longo do tempo é inferior a um, logo existe risco para os credores, uma vez que o capital próprio não assegura a cobertura total do passivo.

Numa perspetiva de cumprimento das obrigações da empresa a longo prazo, o rácio da dívida líquida indica o número de anos necessários para o resultado operacional (EBIT) pagar a dívida, supondo que este estará constante.

Este rácio sofre oscilações ao longo do tempo, sendo que em 2016 sofre uma diminuição face ao ano anterior que pode ser explicada pelo aumento do EBIT da empresa em 2016.

Por outro lado, em 2017, existe um aumento considerável deste rácio, que passa de 12,963 anos para 28,165 anos, uma vez que se verifica uma diminuição acentuada do EBIT.

No último ano, 2018, volta a verificar-se um aumento do EBIT, sendo que o rácio da dívida líquida regista o valor mais baixo dos últimos anos, sendo um ponto positivo para a empresa.

(4) Rendibilidade

A rendibilidade de uma empresa é afetada pelas decisões de investimento e de financiamento, logo devem ser considerados dois tipos de rendibilidade: (1) rendibilidade do ativo; e (2) rendibilidade do capital próprio.

A rendibilidade do ativo indica a relação entre o resultado líquido obtido pela empresa com o total dos recursos investidos (ativo).

Em 2016 verifica-se um aumento da rendibilidade do ativo face ao ano anterior. No entanto, em 2017 verifica-se o inverso, isto é, a rendibilidade do ativo diminui face ao ano anterior (Tabela 2).

No último ano, 2018, verifica-se novamente um aumento deste rácio face ao ano anterior.

A rendibilidade dos capitais próprios, por sua vez, mede a eficiência da empresa na utilização dos capitais disponibilizados pelos sócios.

Em 2016 verifica-se um aumento da rendibilidade do capital próprio face ao ano anterior, que pode ser explicado pelo aumento da rendibilidade de vendas e da rendibilidade do ativo, ou seja, a empresa utiliza os seus ativos com mais eficiência que em 2015.

Em 2017 verifica-se uma quebra substancial na rendibilidade do capital próprio da empresa, que passa de 7% para 1%, uma vez que coincide com uma diminuição da rendibilidade de vendas e da rendibilidade do ativo.

No ano 2018, inverte-se a situação e verifica-se um aumento na rendibilidade do capital próprio da empresa face ao ano anterior, de 1% para 3%. Este aumento deve-se maioritariamente ao aumento da rendibilidade de vendas.

A Figura 24 representa a evolução das rendibilidades do ativo e capital próprio da empresa Calçado Penha, S.A., e a Figura 25 a média do setor.

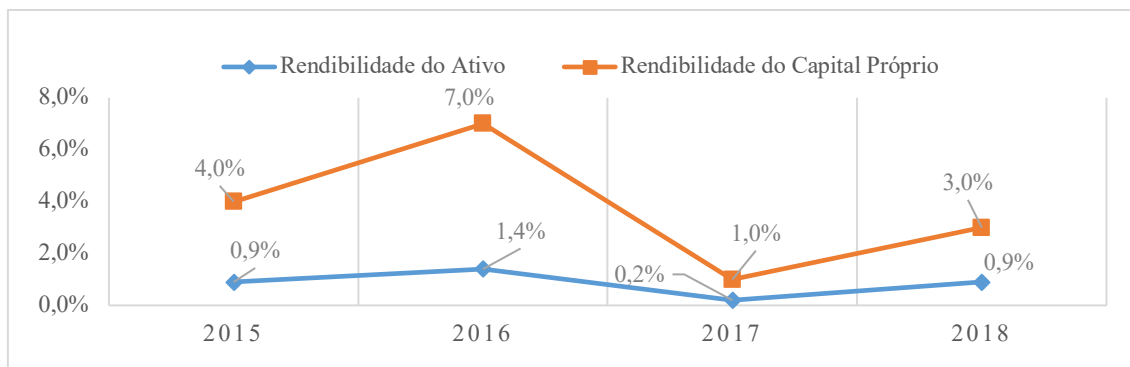


Figura 24 - Rendibilidade do Ativo e do Capital Próprio da Empresa.

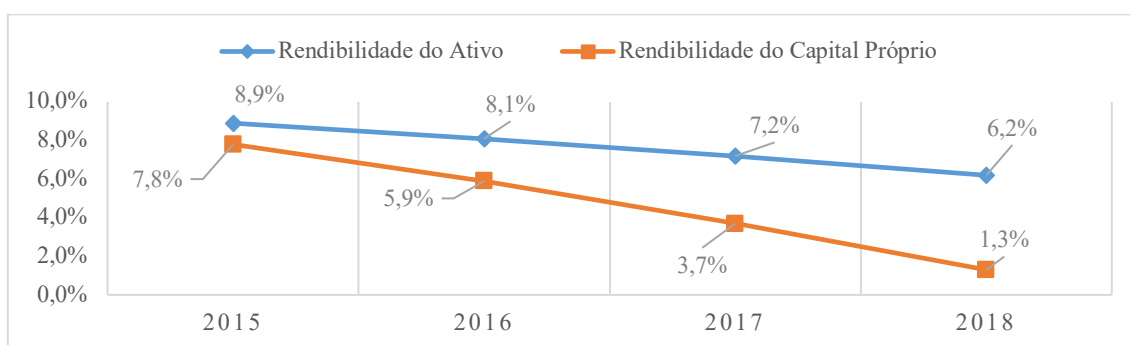


Figura 25 - Rendibilidade do ativo e do Capital Próprio do Setor.

Fonte: Banco de Portugal

Constata-se que na empresa, ao longo dos anos em análise, a rendibilidade do capital próprio é superior à rendibilidade do ativo. Isto resulta da alavancagem financeira.

Existem três tipos de alavancagem que podem ser mensurados por indicadores de graus de alavancagem:

- (1) Grau de Alavancagem Operacional – GAO;
- (2) Grau de Alavancagem Financeira – GAF;
- (3) Grau de Alavancagem Combinada – GAC.

Na Tabela 3 estão representados os graus de alavancagem da empresa no período de 2015 a 2018.

Tabela 3 – Graus de Alavancagem

Indicador	2015	2016	2017	2018
GAO	16,106	13,166	26,083	14,037
GAF	1,871	1,731	3,957	2,000
GAC	30,138	22,790	103,203	28,070

(1) Grau de Alavancagem Operacional – GAO

Este indicador relaciona a margem de contribuição com o EBIT, de modo a evidenciar o peso dos custos fixos na estrutura de custos operacionais da empresa.

Quanto maior for o seu valor maior será o risco de negócios da empresa, visto que grande parte da margem de contribuição é absorvida pelos custos fixos.

Neste caso, de acordo com a Tabela 3 o GAO vai sofrendo alterações ao longo do tempo. Em 2016 verifica-se uma pequena diminuição face ao ano anterior, de 16,106% para 13,166%.

Em 2017, apesar dos custos fixos terem diminuído ligeiramente, verifica-se uma diminuição do volume de negócios da empresa, existindo um aumento do GAO, passando para 26,083%, que se traduz no aumento do risco de negócios da empresa.

Desta forma, é possível reparar que os custos fixos tiveram grande impacto no resultado operacional da empresa.

Por outro lado, em 2018 existe uma diminuição substancial do GAO, que passa para 14,037%, o que pode ser explicado pelo aumento do volume de negócios e, consequentemente, o aumento dos resultados operacionais da empresa, que se traduz na diminuição do risco de negócios da empresa.

(2) Grau de Alavancagem Financeira - GAF

Este indicador de risco financeiro mede a sensibilidade dos resultados líquidos do período face a variações ocorridas nos resultados operacionais, sendo que quanto maior é o seu valor, maior é o risco financeiro da empresa.

Em 2016 verifica-se uma ligeira diminuição do GAF face ao ano anterior, de 1,871% para 1,731%. Tal significa que se em 2016 os resultados operacionais da empresa aumentarem (diminuírem) 1%, então os seus resultados antes de impostos (e, consequentemente os resultados líquidos do período) iriam aumentar (diminuir) 1,731%, *ceteris paribus*.

Da Tabela 2, constata-se que em 2017 existe um aumento substancial do GAF, ou seja, a empresa está sujeita a um maior grau de risco que no ano anterior. Este aumento pode ser explicado não só por uma diminuição do resultado operacional e do resultado antes de imposto, como também por um aumento substancial do rácio de cobertura dos gastos de financiamento verificado na Tabela 2.

Contrariamente, em 2018, verifica-se uma diminuição do GAF motivada pelo aumento do resultado operacional e do resultado antes de impostos, e por uma diminuição do rácio de cobertura dos gastos de financiamento.

(3) Grau de Alavancagem Combinada - GAC

Este indicador de risco global da empresa, combina os efeitos dos indicadores de risco económico (GAO) e de risco financeiro (GAF), e procura medir a sensibilidade do resultado líquido (pela via do RAI) a variações no volume de negócios.

Da mesma forma que nos indicadores de risco já descritos, o GAC procura medir o impacto nos resultados líquidos do período decorrentes de variações no volume de negócios. Quanto maior o seu valor maior será o risco global da empresa.

Em 2016 o risco global da empresa diminui face ao ano anterior, uma vez que se verifica um decréscimo simultâneo do seu risco operacional e financeiro.

Por outro lado, em 2017 verifica-se um aumento substancial do GAC, que passa de 22,790% para 103,203%, pois existe um aumento considerável do GAO e do GAF.

No ano seguinte, 2018, a empresa segue a tendência do ano 2016 e o seu risco global volta a diminuir, ainda que com um valor superior ao registado nesse ano.

Como complemento à análise financeira, mais concretamente no que concerne à análise de risco, é também possível utilizar alguns instrumentos de gestão preventiva.

Na secção seguinte são testados alguns modelos de previsão de falência revistos na secção 2.2., de modo a verificar se estes poderiam ter sido uma ferramenta importante na empresa em estudo.

3.4. Teste dos modelos previsionais de falência

Esta secção é apoiada na análise de dois dos modelos revistos na literatura, nomeadamente, o *Z-score* (análise multivariado) e *Logit* (análise de probabilidade condicionada).

A escolha destes dois modelos justifica-se por serem os mais utilizados na previsão de falência das empresas, segundo a literatura da área.

(1) Modelo *Z-score* de Altman

O modelo de Altman (1968) permite classificar as empresas em dois grupos distintos, falidas e não falidas. Como tal, é aplicado este modelo na empresa em análise para verificar a previsão (ou não) de falência desta.

A Tabela 4 mostra os resultados obtidos da aplicação do modelo *Z-score* de Altman (1968).

Tabela 4: Resultados de Previsão – Modelo *Z-score*

Indicadores		2016	2017	2018
X1	$\frac{\text{Fundo de Maneio}}{\text{Total Ativo}}$	0,199	0,145	0,228
X2	$\frac{\text{Lucros Retidos}}{\text{Total Ativo}}$	0,014	0,002	0,009
X3	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Ativo}}$	0,033	0,013	0,023
X4	$\frac{\text{Capital Próprio}}{\text{Total Passivo}}$	0,261	0,372	0,362
X5	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Total Ativo}}$	1,330	0,866	0,862
<i>Z-score</i>		1,695	1,166	1,256

De acordo com a Tabela 4, os resultados obtidos para o indicador colocam a empresa, no ano de 2016, numa situação de incerteza relativamente à probabilidade de falência, ou seja, o modelo não consegue definir o risco.

Em 2017 existe uma degradação do indicador *Z-score* e verifica-se que a empresa se encontra numa situação de risco de falência. Esta degradação é motivada pelas diminuições: do fundo de maneio para fazer face ao investimento (X1), da capacidade da empresa em reter os lucros (X2), da rendibilidade do investimento (X3) e ainda da rotação do ativo (X5).

No último ano, em 2018, com os resultados obtidos para o indicador, volta a verificar-se uma situação de incerteza na previsão de falência, ainda que com valor muito próximo do mínimo de insolvência definido pelo modelo.

(2) Modelo *Logit*

Como foi destacado na secção da revisão, Ohlson (1980) propõe três modelos, um primeiro para prever a falência num prazo de um ano, o segundo para prever a falência num prazo de dois anos e, por fim, o terceiro que prevê a falência num prazo de um ou dois anos. Nesta análise é aplicado o segundo modelo, que tal como o terceiro tem a capacidade de prever a falência até dois anos antes, com uma maior percentagem de acerto.

A Tabela 5 mostra os resultados obtidos das variáveis explicativas (x) e da sua relação linear com os coeficientes de estimação (z).

Tabela 5: Resultados de Previsão – Modelo *Logit*

Variáveis	2016	2017	2018
V1	8,324	8,498	8,467
V2	0,793	0,729	0,734
V3	0,199	0,145	0,228
V4	0,783	0,821	0,737
V5	0	0	0
V6	0,793	0,729	0,734
V7	0,199	0,145	0,226
V8	0	0	0
V9	0,210	-0,678	0,605
Z	-1,072	-1,586	-1,185

Aplicando a fórmula da regressão logística, $P[y_i=1] = \frac{1}{1+e^{-z}}$, temos que:

$$P[y_i=1] \text{ 2016} = 0,255$$

$$P[y_i=1] \text{ 2017} = 0,170$$

$$P[y_i=1] \text{ 2018} = 0,234$$

Dos resultados obtidos constata-se que ao longo do tempo $p < 0,5$, assim, de acordo com o modelo de Ohlson (1980), a probabilidade de falência é superior a 50%, considerando-se a empresa no grupo das falidas.

Em 2017, verifica-se uma diminuição do “p” face ao ano anterior, daí que, a probabilidade da empresa se encontrar no grupo das falidas é ainda maior. Apesar de se verificar uma diminuição no grau de endividamento da empresa (V2), verifica-se também uma diminuição da liquidez da empresa (V3), um aumento da variável explicativa V4, motivada por uma diminuição do ativo corrente e uma degradação da variável explicativa V7 motivada pela diminuição do fundo de maneo.

Contrariamente, em 2018, verifica-se um aumento do “p” aproximando-se mais de 0,5, diminuindo assim a probabilidade de a empresa se encontrar no grupo das falidas face ao ano 2017. Apesar de se verificar um ligeiro aumento no grau de endividamento da empresa (V2), verifica-se também um aumento considerável da sua liquidez (V3), uma diminuição da variável explicativa V4, motivada por um aumento do ativo corrente e um crescimento da variável explicativa V7 motivada pelo aumento do fundo de maneo. No entanto, a empresa ainda se encontra nos parâmetros do grupo das falidas.

Perante a situação de crise vivida pela empresa, verificada pelos modelos acima testados, é importante focar agora as principais causas que contribuíram para o declínio do Calçado Penha, S.A., assim como as estratégias adotadas para tentar reverter a situação.

3.5. Causas do Declínio e Estratégias Adotadas

De acordo com a entrevista realizada, mencionada na secção 3.1., a principal causa do declínio da empresa Calçado Penha, S.A., foi a quebra de confiança da relação entre a empresa e o cliente, motivada principalmente por falhas constantes no pagamento.

De facto, a empresa em estudo retrata muitas outras que se deparam com problemas idênticos e com o mesmo modelo de negócios no qual a sua atividade depende maioritariamente de um só cliente. Quando esse cliente falha, quer por falta de pagamento quer por falta de encomendas, toda a empresa é afetada.

Neste caso houve um claro aproveitamento por parte do cliente em relação à situação da empresa, em que a falta de pagamentos foi realmente a principal causa que contribuiu para a situação de crise.

No entanto, na literatura analisada é possível constatar que existem vários fatores que podem contribuir para estas situações de crise, ainda que muitas vezes ignorados pelos responsáveis da gestão das empresas.

Sendo que se trata de uma empresa que atua no mercado há mais de 12 anos e com uma boa posição estabelecida no mercado, a empresa Calçado Penha, S.A., enquadra-se na falência tipo III (Korol, 2017).

No Quadro 6, são evidenciadas as causas exógenas e endógenas que podem ter contribuído para a situação de crise da empresa.

Quadro 6: Causas Exógenas e Endógenas do Declínio da Empresa

Causas Exógenas	Causas Endógenas
<ul style="list-style-type: none">- Falta de proteção governamental do mercado;- Aumento da pressão competitiva.	<ul style="list-style-type: none">- Perda de liquidez;- Caos na parte operacional da empresa;- Rotina na gestão (fê e convicções da empresa alcançados no passado);- Autoilusão do gestor;- Reestruturação lenta.

Relativamente às causas exógenas evidencia-se a falta de proteção governamental do mercado, na medida em que as empresas deveriam estar salvaguardadas no caso da falta de pagamento das dívidas a receber, e, o aumento da pressão competitiva, que se reflete no aumento do receio de perda do principal cliente, ainda que em dívida com a empresa, num mercado tão abundante de oferta.

Nas causas endógenas refere-se a perda de liquidez motivada pela falta de recebimentos, provocando a falta de pagamentos aos fornecedores. Este fator reflete-se na escassez de abastecimento de matérias-primas, com reflexos negativos na atividade operacional da empresa.

O incumprimento das obrigações do cliente, até determinada altura, é visto como uma instabilidade temporária de mercado, ao invés de uma tendência duradoura, acreditando a empresa que as estratégias implementadas no passado se mantêm viáveis para o presente e futuro, o que se pode afirmar ser uma rotina de gestão e de autoilusão do gestor. Consequentemente, retarda-se uma reestruturação da empresa, como por exemplo relativamente ao seu modelo de negócios, agravando a situação.

Apesar das dívidas aos fornecedores, a empresa continuou a realizar as suas compras necessárias para continuar a laborar. Tal só é possível devido à relação de confiança entre os pares, empresa e fornecedores, construída ao longo dos anos com base não só na integridade e competência da empresa, isto é, a sua reputação, recursos e habilidades (Das e Teng, 2001), como também nas vertentes cognitivas e afetivas, ou seja, no reconhecimento do trajeto profissional da empresa e nos laços emocionais entre os indivíduos (McAllister, 1995).

Uma vez escortinadas as causas do declínio do Calçado Penha, S.A., é pertinente, com base na entrevista realizada, focar as estratégias adotadas para reverter este cenário de crise.

Na entrevista constata-se que com o passar do tempo e sem perspetivas de melhorias da situação, que se está a tornar insustentável, o gestor vê-se obrigado a intervir de modo a evitar a falência da empresa. Neste momento, dá-se a rotura da relação com o agente, pois a situação é remetida para a justiça.

Para continuar a sua atividade, foram adotadas determinadas políticas: a empresa assume a dívida do agente, consegue obter um novo financiamento bancário e, renegoceia as dívidas com prazos de pagamento mais dilatados, que sejam sustentáveis para a empresa. É importante referir que estas medidas só foram possíveis devido à relação de confiança estabelecida ao longo do tempo.

Como foi mencionado na secção 2.3.5., a confiança inerente às relações entre as empresas credoras e as empresas em recuperação caracteriza-se tanto pelas dimensões de integridade e competência, quanto pelas dimensões cognitiva e afetiva.

Apesar do agente ter transmitido uma imagem negativa da empresa Calçado Penha, S.A., a sua administração consegue explicar a situação perante alguns dos clientes finais e passar a trabalhar diretamente com estes, possibilitando assim o aumento da sua margem de lucro. Nesta fase o gestor tem um papel fundamental, na medida em que consegue manter a ligação aos clientes de maior dimensão que são fundamentais para a recuperação da empresa.

De acordo com Slatter e Lovett (1999), pode-se dividir o ciclo de recuperação da empresa Calçado Penha, S.A., em quatro fases:

1ª Fase – Fase de análise, para realizar um diagnóstico da situação da empresa, estudando o que pode ser feito para contrariar o declínio;

2ª Fase – Fase de emergência, em que o financiamento obtido revela-se importante, pois possibilita o cumprimento das obrigações da empresa e, consequentemente, a continuidade da sua atividade;

3ª Fase – Fase de mudança estratégica, na quebra da relação com o agente e simultaneamente a empresa passa a negociar diretamente com os clientes finais, aumentando a sua margem de lucro, não dependendo apenas de um cliente, isto é, agente para subsistir;

4ª Fase – Fase de crescimento, em que é esperado a empresa atingir valores de desempenho desejados e com crescimento ao longo dos anos.

As empresas podem ficar paralisadas pelas consequências negativas do declínio, como, por exemplo, a desconfiança dos funcionários na gestão da empresa. É de realçar que o gestor do Calçado Penha, S.A., ajuda a contrariar essa tendência promovendo o otimismo e controlabilidade, mobilizando todos os *stakeholders*, especialmente os funcionários, para apoiarem os esforços de recuperação. Desta forma, pode existir uma melhor execução das estratégias adotadas e, consequentemente, uma maior probabilidade de sucesso.

CAPÍTULO 4

CONCLUSÕES, LIMITAÇÕES DO ESTUDO E SUGESTÕES PARA INVESTIGAÇÕES FUTURAS

Toda e qualquer empresa está sujeita a enfrentar uma situação de declínio ou até mesmo de falência, independentemente do seu setor de atividade ou dimensão. Nesse sentido, torna-se cada vez mais importante as empresas adaptarem-se a alterações macro e microeconómicas, de forma a potenciar a antecipação destes cenários de crise, recorrendo, por exemplo, aos modelos de previsão de falência.

O objetivo desta dissertação é analisar se seria possível prever a situação da empresa, antes de estas apresentar dificuldades financeiras, assim como analisar as estratégias adotadas para ultrapassar a sua situação.

A metodologia utilizada para alcançar estes objetivos foi definida em três fases. Na primeira fase realiza-se uma análise da sua situação económica e financeira, com base numa análise fundamental, quer numa perspetiva estática em comparação com a média do setor, quer numa perspetiva e dinâmica ao longo dos anos de 2015 a 2018. Nesta realiza-se uma análise à estrutura do Balanço e Demonstração de Resultados e cálculo e interpretação de alguns indicadores financeiros agrupados em liquidez, atividade ou rotação, estrutura ou endividamento e rendibilidade. Na segunda fase, pretende-se verificar se alguns modelos de previsão da falência, apresentam poder explicativo na empresa em análise. Para tal, são analisados os modelos de previsão de falência: o modelos *Z-score* (Altman, 1968) e o modelo *Logit* (Ohlson, 1980). Na terceira fase, é efetuada uma entrevista ao administrador e acionista da empresa, para conhecer as políticas adotadas para a recuperação.

Como foi mencionado na literatura as consequências do declínio de uma empresa afeta todos os seus *stakeholders*, nomeadamente os funcionários que desta dependem para subsistir. A nível macroeconómico, a falência das empresas influencia negativamente a economia de um país. Assim, é de todo importante encontrar formas de antecipar um declínio e, caso esta aconteça, averiguar as estratégias que as empresas podem implementar para contrariar o cenário de declínio, de modo a evitar a falência.

As conclusões obtidas para a empresa em análise, Calçado da Penha, S.A., são:

- (1) Na análise fundamental, os indicadores económico-financeiros contribuem para identificar a empresa como estando em situação de declínio empresarial, pois evidenciava perda de liquidez, aumento do endividamento e a diminuição da rentabilidade.
- (2) O modelo *Z-score*, apresenta resultados inconclusivos, na medida em que o modelo não consegue definir o risco de falência nos anos 2016 e 2018, revelando incerteza na probabilidade de falência da empresa. No entanto, em 2017 o modelo consegue definir o risco de falência, sendo que a empresa se encontra no grupo das falidas.
- (3) O modelo *Logit* revela que a probabilidade de falência da empresa é superior a 50% nos anos de 2016 a 2018, daí ser classificada no grupo das empresas falidas.
- (4) Dos três pontos anteriores, conclui-se que a empresa no período em análise estava numa situação de declínio e numa potencial situação de falência.
- (5) Aquando de uma situação de declínio organizacional é crucial apurar as causas e dar uma resposta positiva à situação. Daí ser crucial as competências cognitivas do gestor, nomeadamente através da velocidade e qualidade de respostas estratégicas aos desafios e da aprendizagem organizacional.
- (6) São vários os fatores que podem contribuir para a situação de crise empresarial, daí serem agrupados em: fatores exógenos, relacionados com fatores externos à empresa e que esta não pode controlar, e, fatores endógenos, relacionados com fatores internas à empresa que podem ser controlados por esta.
- (7) A principal causa do declínio do Calçado Penha, S.A., foi a falta de pagamento do agente representante da empresa no mercado externo, que traduzia maioritariamente o seu volume de negócios.

Conclui-se, então, que o modelo de negócios de sucesso adotado pela empresa durante 30 anos, era de risco elevado, uma vez que toda a sua atividade dependia em grande parte de um só cliente. Uma vez quebrada essa ligação, a empresa passa a enfrentar graves dificuldades.

- (8) Quando a empresa identifica a causa do seu declínio, a empresa inicia políticas para inverter esta tendência. Medidas que permitem aumentar a sua margem de comercialização, como também deixa de estar dependente de um único cliente. Existe, então uma reestruturação no modelo de negócios da empresa.
- (9) A confiança assume um papel fundamental no ciclo de recuperação da empresa Calçado Penha, S.A., pois esta estava com incumprimento das suas obrigações, e sem garantias reais para novos financiamentos. A confiança da empresa credora, em especial as instituições financeiras, são fundamentais na concessão de novos financiamentos, cruciais para a continuidade da atividade, saldar algumas dívidas aos fornecedores e auxiliar uma possível estratégia de *Turnaround*.

Em suma, conclui-se que, quando uma empresa está com dificuldades financeiras, o papel do gestor no *Turnaround* é crucial, não só por, numa situação de crise, promover a estabilidade e mobilizando os *stakeholders* para apoiarem os esforços de recuperação, como também na concessão de crédito, sendo que a relação de confiança entre os pares dá-se entre pessoas (gestores de empresas credoras e gestores de empresas em recuperação financeira). Desta forma, as características cognitivas do gestor são preponderantes para que se estabeleça essa relação de confiança com a empresa credora.

Este estudo não está isento de limitações. Uma das limitações deste estudo, é não ser possível avaliar a situação da empresa após ter encetado as políticas de recuperação, pois o tempo da realização desta dissertação não o permite analisar. Outra limitação, é a falta de acesso a documentos contabilísticos de uma empresa teoricamente “saudável”, isto é, sem dificuldades financeiras, do mesmo setor de atividade e com a mesma dimensão. Na presença desta informação, era possível realizar uma análise comparativa dos indicadores económicos e financeiros das duas empresas, para assim aferir de forma mais clara a diferença de dois grupos de empresas, falidas e não falidas.

Desta forma, para investigações futuras seria interessante fazer uma análise dos indicadores económico-financeiros da empresa nos anos seguintes ao estudo, de modo a comparar a situação presente da empresa com a passada e, verificar se as estratégias adotadas tiveram um impacto positivo na empresa Calçado Penha, S.A.

Em suma, a falência empresarial é uma temática complexa, com individualidades específicas a cada empresa, daí a necessidade de a análise ser cuidada e individualizada.

As realidades empresariais, o setor de atividade em que se inserem e a competência do gestor têm impacto direto na resolução de situações de crise. No estudo de caso apresentado nesta dissertação, verifica-se que a estratégia adotada para a resolução de situação de falência empresarial baseia-se na confiança entre empresa credora e empresa Calçado Penha, S.A., o que só foi possível pela relação de confiança estabelecida entre ambos ao longo dos anos. Contudo, cada caso deve ser estudado de forma particular já que as estratégias de recuperação devem ser adotadas segundo a realidade empresarial em questão.

BIBLIOGRAGIA

- AGARWAL, V., TAFFLER, R. J. 2008. Comparing the Performance of Market-Based and Accounting-Based Bankruptcy Prediction Models. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32, no. 8, p. 1541-1551.
- ALTMAN, E. I., SABATO, G. 2007. Modeling Credit Risk for SMEs: Evidence from the US Market. *Abacus*, Vol. 43, no. 3, p. 332-357.
- ALTMAN, E. I., FRANCO, P. 1994. Corporate Distress Diagnosis: Comparisons using Linear Discriminant Analysis and Neural Network (the italian experience). *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18, no. 3, p. 505-529.
- ALTMAN, E. I. 1968. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. *The Journal of Finance*, Vol. 23, no. 4, p. 589-609.
- AROGYASWAMY, K., BARKER, V. L., YASAI-ARDEKANI, M. 1995. Firm Turnarounds: an Integrative Two-Stage Model. *Journal of Management Studies*, Vol. 32, no. 4, p. 493-525.
- BALCAEN, S., OOGHE, H. 2004. *35 Years on Studies on Business Failure: an Overview of the Classical Statistical Methodologies an their Related Problems*. Working Paper, Gent University.
- BARKER, V. L., BARR, P. S. 2002. Linking Top Manager Attributions to Strategic Reorientation in Declining Firms Attempting Turnarounds. *Journal of Business Research*, Vol. 55, no. 12, p. 963-979.
- BARKER, V.L., DUHAIME, I.M. 1997. Strategic Change in the Turnaround Process: Theory and Empirical Evidence. *Strategic Management Journal*, Vol. 18, no. 1, p.13-38.
- BARROS, G. C. 2008. *Modelos de Previsão da Falência de Empresas Aplicação Empírica ao Caso das Pequenas e Médias Empresas Portuguesas*. Dissertação de Mestrado. ISCTE, p. 29-36.
- BATT, R. 2000. Strategic Segmentation in Front-line Services: Matching Customers, Employees and Human Resource Systems. *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 1, no. 3, p. 540-561.
- BEAVER, W. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure. Empirical Research in Accounting: Selected Studies. *Journal of Accounting Research*, Vol. 4, no. 1, p. 71-111.
- BENNER, M. J., TUSHMAN, M. L. 2003. Exploitation, Exploration, and Process Management: The Productivity Dilemma Revisited. *Academy Management Review*, Vol. 28, no. 2, p. 238-256.
- BHATTACHARYA, M., GIBSON, D. E., DOTY, D. H. 2005. The Effects of Flexibility in Employee Skills, Employee Behaviors, and Human Resource Practices on Firm Performance. *Journal of Management*, Vol. 31, no. 4, p. 622-640.

- BLUM, M. 1974. Failing Company Discriminant Analysis. *Journal of Accounting Research*, Vol. 12, no. 1, p. 1-25.
- BORITZ, J. E., KENNEDY, D. B., SUN J. Y. 2007. Predicting Business Failure in Canada. *Accounting Perspectives*, Vol. 6, no. 2, p. 141-165.
- BOSELIE, P. 2009. A Balanced Approach to Understanding the Shaping of Human Resource Management in Organisations. *Management Revue*, Vol. 20, no. 1, p. 90-108.
- CAMERON, K., WHETTEN, D., KIM, M. 1987. Organizational Dysfunctions of Decline. *Academic Management Journal*, Vol. 30, no. 1, p. 126-138.
- CARDOSO, J. A. M. 2001. *Análise Financeira das Empresa - Da Teoria à Prática*. Associação da Bolsa de Derivadas do Porto, 4^a ed, p. 22-50.
- CASCIO, W. F. 2002. Strategies for Responsible Restructuring. *Academy of Management Executive*, Vol. 16, no. 3, p. 80-91.
- CIAMPI, F., GORDINI, N. 2013. Small Enterprise Default Prediction Modeling Through Artificial Neural Network: An Empirical Analysis of Italian Small Enterprises. *Journal of Small Business Management*, Vol. 51, no. 1, p. 23-45.
- CÓDIGO DA INSOLVÊNCIA E DA RECUPERAÇÃO DE EMPRESAS, aprovado pelo Decreto-Lei nº 53/2004, de 18 de Março.
- D'AVENI, R. 1989. *The Aftermath of Organizational Decline: A Longitudinal Study of the Strategic and Managerial Characteristics of Declining Firms*. *Academy of Management Journal*, Vol. 32, no. 3, p. 577-605.
- D'AVENI, R. A., MACMILLAN, I. C. 1990. Crisis and the Content of Managerial Communications – a Study of the Focus of Attention of Top Managers in Surviving and Failing Firms. *Administrative Science Quarterly*, Vol. 35, no. 4, p. 634-657.
- DATTA, D. K., GUTHRIE, J. P., BASUIL, D., PANDEY, A. 2010. Causes and Effects of Employee Downsizing: a Review and Synthesis. *Journal of Management*, Vol. 36, no. 1, p. 281-348.
- DAWLEY, D., HOFFMAN, J., LAMONT, B. 2002. Choice Situation, Refocusing, and Post-Bankruptcy Performance. *Journal of Management*, Vol. 28, no. 5, p. 695-717.
- DIAZ-FERNANDEZ, M., PASAMAR-REYES, S., VALLE-CABRERA, R. 2016. Human Capital and Human Resource Management to Achieve Ambidextrous Learning: a Structural Perspective. *Business Research Quarterly*, Vol. 20, no. 1, p. 63-77.
- EGGERS, J. P., KAPLAN, S. 2009. Cognition and Renewal: Comparing CEO and Organizational Effects on Incumbent Adaptation to Technical Change. *Organization Science*, Vol. 20, no. 2, p. 461-477.
- ESPADINHA, F. A. R. 2014. *Ciclo de recuperação empresarial: proposta metodológica*. Dissertação de Mestrado. Universidade Lusíada, p. 46-58.

- FAHEY, L., NARAYANAN, V. K. 1989. Linking Changes in Revealed Causal Maps and Environmental Change: an Empirical Study. *Journal of Management Studies*, Vol. 26, no. 4, p. 361–378.
- FORD, J. D. 1985. The Effects of Causal Attributions on Decision Makers Responses to Performance Downturns. *Academy of Management Review*, Vol. 10, no. 4, p. 770–786.
- FRANCIS, J., DESAI, A. 2005. Situational and Organizational Determinants of Turnaround. *Managemnet Decisions*, Vol. 43, no. 9, p. 1203-1224.
- GORDINI, N. 2014. A Genetic Algorithm Approach for SMEs Bankruptcy Prediction: Empirical Evidence from Italy. *Expert Systems with Aplications*, Vol. 41, no. 14, p. 6433–6445.
- GRINTER, P. H., MAYES, D., MCKIERNAN, P. 1988. *Sharpbenders: The secrets of unleashing corporate potential*, Oxford, UK: Basil Blackwell, 1st Ed.
- GRONENDAAL, M., HARVEY, R. 2003. How People Issues Can Shape Bankruptcy. *Financial Executive*, Vol. 19, no. 9, p. 59-61.
- HOFER, C. 1980. Turnaround Strategies. *Journal Business Strategy*, Vol. 1, no. 1, p. 19-32.
- HORNE, J. 1997. The Coming Age of Organizational Resilience. *Business Forum*, Vol. 22, no. 2, p. 24-28.
- HORNE, J., ORR, J. 1998. Assessing Behaviors that Create Resilient Organizations. *Employment Relations Today*, Vol. 24, no. 4, p. 29-39.
- HSIEH, Y.H., CHEN, H. M. 2011. Strategic Fit Among Business Competitive Strategy, Human Resource Strategy and Reward System. *Academy of Strategic Management Journal*, Vol. 10, no. 2, p. 11-32.
- KANG, S. C., SNELL, S.A. 2009. Intellectual Capital Architectures and Ambidextrous Learning: A Framework for Human Resource Management. *Journal Management Studies*, Vol. 46, no. 1, p. 65-92.
- KANTER, R. M. 2003. Leadership and the Psychology of Turnarounds. *Harvard Business Review*, Vol. 81, no. 6, p. 58–67.
- KAPLAN, S. 2008. Cognition, Capabilities, and incentives: Assessing Firm Response to the Fiber-optic Revolution. *Academy of Management Journal*, Vol. 51, no. 4, p. 672–695.
- KAPLAN, S., MURRAY, F., HENDERSON, R. 2003. Discontinuities and Senior Management: Assessing the Role of Recognition in Pharmaceutical Firm Response to Biotechnology. *Industrial and Corporate Change*, Vol. 12, no. 2, p. 203–233.
- KOROL, T. 2017. Evaluation of the Factors Influencing Business Bankruptcy Risk in Poland. *E-Finance*, Vol. 13, no. 2, p. 23-29.

- LIANG X., BARKER V. L., SCHEPKER D. J. 2018. Chief Executive Cognition, Turnaround Strategy and Turnaround Attempts of Declining Firms. *Journal of Change Management*, Vol. 18, no. 4, p. 1-23.
- LIZAL, L. 2005. *Determinants of Financial Distress: What Drives Bankruptcy in a Transition Economy? The Czech Republic Case*. William Davidson Working Paper, Number 51.
- LOHRKE, F., BEDEIAN, A., PALMER, T. 2004. The Race of Top Management Teams in Formulating and Implementing Turnaround Strategies: A Review and Research Agenda. *International Journal of Management Reviews*, Vol. 5, no. 2, p. 63-90.
- LUAN, C., TIEN, C., CHI, Y. 2013. Downsizing to the Wrong size? A Study of the Impact of Downsizing on Firm Performance During an Economic Downturn. *International Journal of Human Resource Management*, Vol. 24, no. 7, p. 1519-1535.
- MALLAK, L. 1998. Putting Organizational Resilience to Work. *Industrial Management*, Vol. 40, no. 6, p. 8-13.
- MCKINLEY, W., LATHAM, S., BRAUN, M. 2014. Organizational Decline and Innovation: Turnarounds and Downward Spirals. *Academy of Management Review*, Vol. 39, no. 1, p. 88-110.
- MELLAHI, K., WILKINSON, A. 2010. Slash and Burn or Nip and Tuck? Downsizing, Innovation and Human Resources. *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 21, no. 13, p. 2291-2305.
- MEYER, R., MOORE H. 2006. Crisis in Context Theory: An Ecological Model. *Journal of Counseling and Development*, Vol. 84, no. 2, p. 139-47.
- MOLLER, H. D., TALES VITAL, T. 2013. Os Impactos da Crise Financeira Global 2008/09 e da Crise na Área de Euro Desde 2010 Sobre a Balança Comercial Brasileira. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da Fundace*, Vol. 4, no. 1, p. 1-19.
- MONE, M. A., MCKINLEY, W., BARKER, V. L. 1998. *Organizational Decline and Innovation: A contingency framework*. *Academy of Management Review*, Vol. 23, no. 1, p. 115-132.
- MUSTEEN, M., LIANG, X., BARKER, V. L. 2011. Personality, Perceptions and Retrenchment in Response to Decline: Evidence from a decision-making study. *The Leadership Quarterly*, Vol. 22, no. 5, p. 926-941.
- NABAIS, C., NABAIS, F. 2009. *Prática Financeira I - Análise Económica e Financeira*. Lidel Editora, 4ª Ed, p. 31-45.
- NDOFOR, H. A., VANEVENHOVEN, J., BARKER, V. L. 2013. Software Firm Turnarounds in The 1990s: An Analysis of Reversing Decline in a growing, dynamic industry. *Strategic Management Journal*, Vol. 34, no. 9, p. 1123-1133.
- OHLSON, J. 1980. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. *Journal of Accounting Research*, Vol. 18, no. 1, p. 109-131.

- OLIVEIRA, M. D. N. T., FERREIRA, F. A. F., PÉREZ-BUSTAMANTE, G. O., JALALI, M. S. 2017. Integrating Cognitive Mapping and MCDA for Bankruptcy Prediction in Small- and Medium-sized Enterprises. *Journal of the Operational Research Society*, Vol. 68, no. 9, p. 985-997.
- OOGHE, H., PRIJCKER, S. 2006. *Failure Processes and Causes of Company Bankruptcy – A Typology*. Working Paper. Gent University, Vol. 46, no. 2, p. 37-44.
- PAYNE, D., HOGG, M. 1994. Three perspectives of Chapter 11 bankruptcy: Legal, Managerial and Moral. *Journal of Business Ethics*, Vol. 13, no. 1, p.21-30.
- PFEFFER, J. 2005. Producing Sustainable Competitive Advantage Through the Effective Management of People. *Academy of Management Executive*, Vol. 19, no. 4, p. 95-106.
- POMPE, P. P. M., BILDERBEEK, J. 2005. The Prediction of Bankruptcy of Small- and Medium-Sized Industrial Firms. *Journal of Business Venturing*, Vol. 20, no. 6, p. 847-868.
- RICHARDSON, B., NWANKWO, S., Richardson, S. 1994. Understanding The Causes of Business Failure Crises. *Management Decision Journal*, Vol. 32, no. 4, pp. 9-21.
- ROBBINS, D., PEARCE, J. 1992. Turnaround: Retrenchment and Recovery. *Strategic Management Journal*, Vol. 13, no. 4, p. 287-309.
- SANTANA, M., VALLE, R., GALAN, J. 2017. Turnaround Strategies for Companies in Crisis: Watch Out the Causes of Decline Before Firing People. *Business Research Quarterly*, Vol. 20, no. 3, p. 206-211.
- SOUSA, J. 2012, *As variáveis de previsão da falência: análise às empresas portuguesas de vestuário e produtos de couro*. Dissertação de Mestrado. Universidade Lusíada, p. 6-9.
- TSAI, C. F., YEN, Y. F. 2008. A Model to Explore the Mistery Between Organizations' Downsizing Strategies and Firm Performance. *Journal of Organizacional Change Management*, Vol. 21, no. 3, p. 367-384
- WEINER, B. 1986. *An Attributional Theory of Motivation and Emotion*. New York, Springer-Verlag, p. 135-153.
- WILCOX, J. W. 1971. A Simple Theory of Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, Vol. 9, no. 2, p. 395-398.
- WILCOX, J. W. 1976. The Gambler's Ruin Approach to Business Risk. *Sloan Management Review*, Vol. 18, no. 1, p. 33-46.
- WILSON, R. L. 2016. Organizational Resilience as a Human Capital Strategy for Companies in Bankruptcy. *Work*, Vol. 54, no. 2, p. 309-323.
- ZAMMUTO, R., CAMERON, K. 1985. Environmental Decline and Organizational Response. *Research in Organizational Behavior*, Vol. 7, p. 223-262.

- ZAVGREN, C. V. 1985. A Logistic Analysis of the Relationship Between Vulnerability to Failure and Certain Financial Variables for American Industrial Firms. *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 12, no. 1, p. 19-46.
- ZHANG, G., HU, M. Y., PATUWO, B. E., INDRO, D. C. 1999. Theory and Methodology Artificial Neural Networks in Bankruptcy Prediction: General framework and cross-validation analysis. *European Journal of Operational Research*, Vol. 116, no. 1, p. 16-32.
- ZMIJEWSKI, M. E. 1984. Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models. *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, p. 59-82.
- ZOPOUNIDIS, C., GALARIOTIS, E., DOUMPOS, M., SARRI, S., ANDRIOSOPOULOS, K. 2015. Multiple Criteria Decision Aiding for Finance: An Updated Bibliographic Survey. *European Journal of Operational Research*, Vol. 247, no. 2, p. 339–348.

ANEXOS

ANEXO I

FÁBRICA CALÇADO PENHA SA

Balanço

(em euros)

	2015	2016	2017	2018
Ativo não corrente				
Ativos fixos tangíveis	332 776,02	303 273,21	895 149,23	839 204,41
Propriedades de investimento				
Goodwill				
Ativos intangíveis				
Ativos biológicos				
Participações financeiras - método da equivalência patrimonial				
Outros investimentos financeiros	268,34	644,88	1 382,19	2 311,77
Créditos a receber				
Ativos por impostos diferidos				
Total ativo não corrente	333 044,36	303 918,09	896 531,42	841 516,18
Ativo corrente				
Inventários	783 142,58	501 253,20	513 150,85	383 041,75
Ativos biológicos				
Clientes	2 586 683,33	2 646 576,64	3 110 395,77	3 266 841,28
Estado e outros entes públicos	109 764,90	104 774,35	71 569,86	80 338,61
Capital subscrito e não realizado				
Outras contas a receber	191 909,31	152 013,07	94 491,15	272 106,55
Diferimentos	12 610,58	11 433,98	9 174,80	4 217,60
Ativos financeiros detidos para negociação	16 976,04	12 953,14	15 586,84	19 328,86
Outros ativos financeiros				
Ativos não correntes detidos para venda				
Caixa e depósitos bancários	63 262,73	58 592,41	6 584,12	111 881,50
Total ativo corrente	3 764 349,47	3 487 596,79	3 820 953,39	4 317 756,15
Total ativo	4 097 393,83	3 791 514,88	4 717 484,81	4 979 272,33
CAPITAL PRÓPRIO E PASSIVO				
Capital próprio				
Capital subscrito	450 200,00	450 200,00	450 200,00	450 200,00
Ações (quotas) próprias				
Outros instrumentos de capital próprio				
Prêmios de emissão				
Reservas legais	123 375,36	123 375,36	123 375,36	123 375,36
Outras reservas	245 083,74	156 092,86	210 569,41	211 009,34
Resultados transitados				10 648,83
Excedentes de revalorização			485 273,35	474 624,52
Ajustamentos / outras variações no capital próprio				
Resultado líquido do período	35 559,07	54 476,55	10 439,93	42 367,72
Dividendos antecipados				
Total capital próprio	854 218,17	784 144,77	1 279 858,05	1 322 225,77
Passivo				
Passivo não corrente				
Provisões				
Financiamentos obtidos	375 000,00	275 000,00	175 000,00	355 026,80
Responsabilidades por benefícios pós-emprego				
Passivos por impostos diferidos			124 266,42	121 262,90
Outras dívidas a pagar				
Total passivo não corrente	375 000,00	275 000,00	299 266,42	476 289,70

Passivo corrente				
Fornecedores	1 059 475,38	889 753,20	1 262 461,69	1 329 928,65
Adiantamentos de clientes				275 000,00
Estado e outros entes públicos	69 536,00	70 760,57	61 519,13	79 642,03
Financiamentos obtidos	1 422 979,03	1 406 476,17	1 512 109,75	1 171 062,55
Outras dívidas a pagar	316 185,25	365 380,17	302 269,77	325 123,63
Diferimentos				
Passivos financeiros detidos para negociação				
Outros passivos financeiros				
Passivos não correntes detidos para venda				
Total passivo corrente	2 868 175,66	2 732 370,11	3 138 360,34	3 180 756,86
Total passivo	3 243 175,66	3 007 370,11	3 437 626,76	3 657 046,56
Total capital próprio e passivo	4 097 393,83	3 791 514,88	4 717 484,81	4 979 272,33

FÁBRICA CALÇADO PENHA SA

Demonstração dos Resultados por naturezas

(em euros)

Rendimentos e Gastos	2015	2016	2017	2018
Vendas e serviços prestados	5 049 027,89	5 043 750,97	4 085 440,84	4 294 486,89
Subsídios à exploração		5 533,70	11 067,40	
Ganhos/perdas imputados de subsidiárias, associadas e empreendimentos conjuntos				
Variação nos inventários da produção	62 672,14	-81 072,17	46 435,63	-60 665,17
Trabalhos para a própria entidade				
Custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas	-3 232 233,73	-3 037 177,38	-2 497 243,11	-2 363 997,17
Fornecimentos e serviços externos	-273 950,24	-258 537,00	-208 223,25	-210 848,29
Gastos com o pessoal	-1 407 388,93	-1 465 726,46	-1 445 881,88	-1 458 917,74
Imparidade / Ajustamentos de inventários (perdas/reversões)				
Imparidade de dívidas a receber (perdas / reversões)				
Provisões (aumentos / reduções)				
Imparidade de investimentos não depreciables/ amortizáveis (perdas / reversões)				
Aumentos / reduções de justo valor	-1 402,72	-4 022,90	1 505,70	-257,98
Outros rendimentos e ganhos	12 590,51	3 141,57	144 649,77	1 836,04
Outros gastos e perdas	-28 384,30	-23 337,98	-27 359,28	-28 081,95
Resultado antes de depreciações, gastos de financiamento e impostos	180 930,62	182 516,35	110 391,82	173 554,55
Gastos / reversões de depreciação e de amortização	-82 315,80	-57 319,95	-50 724,65	-57 255,08
Imparidade de investimentos depreciables/amortizáveis (perdas / reversões)				
Resultado operacional (antes de gastos de financiamento e impostos)	98 614,82	125 196,40	59 667,17	116 299,47
Juros e rendimentos similares obtidos				
Juros e gastos similares suportados	-45 912,76	-52 871,05	-44 587,40	-58 143,13
Resultado antes de impostos	52 702,06	72 325,35	15 079,77	58 156,34
Imposto sobre o rendimento do período	-17 142,99	-17 848,80	-4 639,84	-15 788,62
Resultado líquido do período	35 559,07	54 476,55	10 439,93	42 367,72

Dados Complementares:

Compras 2015 = 3 457 493,53

Compras 2016 = 2 836 360,17

Compras 2017 = 2 462 705,13

Compras 2018 = 2 057 889,45

Saldo Médio de Inventários 2015 = 152 626,30

Saldo Médio de Inventários 2016 = 71 554,13

Saldo Médio de Inventários 2017 = 117 989,76

Saldo Médio de Inventários 2018 = 57 324,50

Consumo 2015 = 630 156,28

Consumo 2016 = 429 699,07

Consumo 2017 = 395 161,09

Consumo 2018 = 325 717, 25

ANEXO II

Rácios/Indicadores

Liquidez

Liquidez Geral = Ativo Corrente / Passivo Corrente

Liquidez Reduzida = (Ativo Corrente - Inventários) /
Passivo Corrente

Rotação

Tempo Médio Stocagem = (Saldo Médio de Inventários / Consumos) x 365

Inventários: Merc/CMV - MP/CMC - PCF/CI - PA/CIPV

Prazo Médio de Recebimento (PMR) = (Saldo Médio de Clientes / Volume de Negócios) x 365

Prazo Médio de Pagamento (PMP) = (Saldo Médio de Fornecedores / Compras | +FSE|) x 365

Ciclo de Negócios = TMStocagem (Mer + MP + PCF + PA)

Ciclo de Tesouraria = Ciclo de Negócios - TMP + TMR

Rotação do Ativo = Volume de Negócios / Capital Próprio

Estrutura ou Endividamento

Autonomia Financeira = Capital Próprio / Ativo

Endividamento = Passivo / Ativo

Solvabilidade = Capital Próprio / Passivo

Dívida Líquida = Dívida que Paga Juros - Meios Financeiros Líquidos

Rácios da Dívida Líquida = Dívida Líquida / EBIT

Rácio de Cobertura de Gastos de Financiamento = (EBIT + Rendimentos Financeiros) / Gastos Financeiros

Rácio dos Gastos de Financiamento = Gastos Financeiros / Volume de Negócios

Rendibilidade

Rendibilidade do Ativo (ROA) = Resultado Líquido
Período / Ativo

Rendibilidade do Capital Próprio (ROE) = Resultado
Líquido Período / Capital Próprio

Análise Dupont

Rendibilidade das Vendas (1) = Resultado Líquido /
Volume de Negócios

Turnover do Ativo (2) = Volume de Negócios / Ativo

Autonomia Financeira (3) = Capital Próprio / Ativo

Rendibilidade do Capital Próprio (ROE) = (1) x (2) : (3)

Ponto Crítico das Vendas

$V^* = \text{Custos Fixos} / |1 - (\text{Custos Variáveis} / \text{Volume de Negócios})|$

Margem de Segurança = $(V - V^*) / V^*$

Graus de Alavanca

Grau de Alavancagem Operacional (GAO) = Margem de
Contribuição / EBIT

Margem de Contribuição = $(\text{Rendimentos Operacionais}$
 $\text{Variáveis} - \text{Gastos Operacionais Variáveis}) / \text{Rendimentos}$
Operacionais Variáveis

Grau de Alavancagem Financeira (GAF) = EBIT / RAI

Grau de Alavancagem Combinada (GAC) = GAO x GAF