

O DESEMPENHO EMPRESARIAL NUMA ÓTICA DE CAIXA: ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS PME'S EXCELÊNCIA E AS MÉDIAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Francisco Alegria Carreira

Professor Coordenador Principal

Escola Superior de Finanças Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal

Paulo Monteiro Alexandre

Professor Adjunto Convidado

Escola Superior de Finanças Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal

Pedro Nuno Pardal

Professor Adjunto

Escola Superior de Finanças Empresariais – Instituto Politécnico de Setúbal

Área científica: B) Avaliação e Finanças

Palavras chave: PME Excelência, Empresas de Média Dimensão, Fluxos de Caixa, Indicadores

O DESEMPENHO EMPRESARIAL NUMA ÓTICA DE CAIXA: ESTUDO COMPARATIVO ENTRE AS PME'S EXCELÊNCIA E AS MÉDIAS EMPRESAS PORTUGUESAS

Resumo

O tecido empresarial português é constituído, essencialmente, por pequenas e médias empresas e no atual contexto de incerteza em que estas desenvolvem a sua atividade, o fator liquidez, é uma das principais preocupações dos gestores. Neste contexto destacam-se as PME Excelência, que constituem a “nata” das PME's em Portugal.

Este estudo tem por objetivo comparar o desempenho entre as PME Excelência'16 e o universo das empresas portuguesas de média dimensão, numa perspetiva de caixa pelo que se recorreu a um conjunto dos indicadores suportado na Demonstração de Fluxos de Caixa, ao invés de uma abordagem mais tradicional.

Constatamos que, por um lado, as PME Excelência apresentam uma maior capacidade de gerar caixa por unidade vendida, um maior esforço de investimento e financiamento com maior recurso aos fluxos gerados pelo seu negócio em detrimento de financiamento por parte de sócios/acionistas ou empréstimos bancários e, por outro lado, apresentam um rácio inferior na qualidade dos resultados (transformação de volume de negócios e EBITDA em fluxos monetários recebidos).

Palavras chave: PME Excelência, Empresas de Média Dimensão, Fluxos de Caixa, Indicadores

Introdução

Num artigo de opinião semanal, publicado num semanário de referência em Portugal, intitulado “Confusion the confusions” era afirmado “como nas empresas, prefiro a análise dos fluxos de caixa ao apuramento dos resultados pela ficção contabilística em que se baseia” (Duque, 2017) o que denota uma dupla perspetiva de análise – fluxos de caixa e conta de resultados – que gera interpretações distintas.

Tendo esta afirmação como ponto de partida, o nosso objetivo é analisar a relevância da Demonstração e Fluxos de Caixa (DFC) em termos de análise da situação económico-financeira de empresas dirigida às Pequenas e Médias Empresas (PME's) que foram agregadas em dois segmentos distintos: as médias empresas portuguesas, segundo a classificação do Banco de Portugal (Banco de Portugal, 2011) e as PME Excelência (IAPMEI, 2018), relativas ao período de 2015.

É, também, nosso objetivo comparar as duas amostras de empresas, de modo a aferir das suas semelhanças e diferenças, no referente aos seus ciclos de exploração, de investimento e de financiamento, de modo a compreender as possíveis causas que estão na origem da distinção como PME Excelência.

O estatuto de PME Excelência, insere-se num programa de segmentação de empresas que visa conceder a essas empresas, notoriedade e acesso a melhores condições de financiamento.

“O estatuto PME Líder foi lançado pelo IAPMEI¹ em 2008, no âmbito do Programa FINCRESCE, com a finalidade de distinguir empresas com perfis de desempenho superiores, conferindo-lhes notoriedade e criando-lhes condições otimizadas de financiamento para desenvolverem as suas estratégias de crescimento e de reforço da sua base competitiva. O grupo das PME Líder que apresentem os melhores desempenhos será, também, anualmente distinguido com o estatuto de PME Excelência, criando condições acrescidas de visibilidade para estas empresas de perfil superior.” (IAPMEI, 2018).

Este trabalho tem como objetivo, através de uma abordagem em que utilizaremos informação constante na DFC, constatar quais as semelhanças e diferenças entre as duas amostras de empresas, no referente aos seus ciclos de exploração, de investimento e de financiamento, de modo a melhor compreender as possíveis causas que conduzem a que as empresas tenham melhor desempenho e sejam consideradas a nata das PME portuguesas.

O presente estudo está estruturado em três partes: a revisão bibliográfica, o estudo empírico e as conclusões. Na primeira parte, apresenta-se algumas referências e estudos realizados sobre avaliação da posição económico financeira das empresas, quer com base na ótica tradicional, quer utilizando também indicadores construídos com base em informação constante na DFC. Na segunda parte é explicitado a metodologia, caracterizadas as amostras e são discutidos os

¹ IAPMEI, I.P. - Agência para a Competitividade e Inovação

resultados. Finalmente, a terceira parte evidenciam-se as principais conclusões, as limitações do estudo e as perspectivas de linhas de investigação futuras.

1. Revisão da Literatura

A abordagem “mais tradicional” da posição económico-financeira das empresas baseia-se, principalmente, na informação contabilística proveniente do balanço e da demonstração de resultados, que permitem a construção de diversos indicadores com distintas naturezas - económicos, financeiros e de funcionamento - os quais tornam possível a obtenção de uma imagem sobre a sua posição económico-financeira.

A análise económico-financeira (...), utiliza um conjunto de técnicas que se baseiam, fundamentalmente, no balanço e demonstração de resultados e que tem por fim avaliar e interpretar a situação económica e financeira da empresa, nomeadamente, no que diz respeito ao crescimento, rentabilidade, criação de valor, liquidez, solvabilidade e ao risco (Nabais e Nabais, 2011).

Nessa abordagem, e segundo os mesmos autores, a análise económico-financeira deve centrar-se na capacidade da empresa em gerar resultados de forma a remunerar os investimentos e a manter o equilíbrio financeiro (Nabais e Nabais, 2011).

Assim, a “análise financeira da empresa centra-se: (Nabais e Nabais, 2011)

- Na análise do equilíbrio financeiro recorrendo a indicadores, fundo de maneio, necessidades de fundo de maneio, tesouraria líquida e rácios (liquidez, solvabilidade...);
- Na análise da rentabilidade, recorrendo a rácios (rentabilidade, produtividade, VAB);
- Na análise de risco, recorrendo a indicadores como o grau de alavanca operacional e grau de alavanca financeira;
- Na análise do ponto crítico e da margem de segurança.

Os critérios que são usados pelo IAPMEI e Turismo de Portugal (para as empresas deste setor) para efetuar a seleção das empresas PME Líder e PME Excelência, também seguem essa abordagem e os indicadores utilizados, estão suportados em duas das demonstrações financeiras apresentadas pelas empresas - balanço e demonstração de resultados.

Os critérios de seleção das PME Excelência 2016 (IAPMEI, 2018), com exceção das empresas do setor do turismo, são os seguintes, os quais devem ser cumpridos cumulativamente:

- Autonomia Financeira (Capitais Próprios / Ativo): igual ou superior a 37,5%;
- Rentabilidade Líquida Capital Próprio (Resultado Líquido / Cap. Próprio): igual ou superior a 12,5%;
- Dívida Financeira Líquida/EBITDA²: igual ou inferior a 2,5;
- EBITDA/Ativo: igual ou superior a 10%;

² EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

- EBITDA/Volume de Negócios: igual ou superior a 7,5%;
- Crescimento do Volume de Negócios: igual ou superior a 0%.

Uma última observação, para referir que para as empresas do setor do turismo os critérios são os mesmos, exceto na referência aos valores mínimos da rentabilidade líquida do capital próprio (que deve ser igual ou superior a 8%, para empresas das divisões 55, 90, 91, 93 e 96 da CAE³) e Dívida Financeira Líquida/EBITDA (que deve ser igual ou superior a 3,5%, para empresas das divisões 55, 90, 91, 93 e 96 da CAE).

Nos últimos anos, os analistas financeiros, têm dado um maior relevo à informação contida na DFC, começando a introduzir referências a indicadores construídos com essa informação, nos seus relatórios sobre a posição económico-financeira de empresas.

De facto e de acordo com a *International Accounting Standard* (IAS 7) do *International Accounting Standards Board* (IASB), a DFC pode constituir um instrumento capaz de permitir avaliar o momento e a medida em que uma dada entidade é capaz de gerar meios monetários e, também, compreender com segurança razoável a possibilidade dessa geração.

O principal objetivo da elaboração da DFC é o facto de ser a única demonstração financeira que nos proporciona informação sobre recebimentos e pagamentos e, por conseguinte, ser construída numa ótica de caixa, em contraposição à informação proporcionada pelo balanço e demonstração de resultados que está suportada numa ótica ou no regime do acréscimo, num determinado período. Como referido por Borges, Nunes e Alves (2012) o destaque que a DFC tem vindo a merecer face a outras demonstrações financeiras deve-se, especialmente, à maior dificuldade de manipulação de dados financeiros, comparativamente, aos dados económicos.

Para Caiado e Gil (1996) a DFC proporciona inúmeros benefícios à análise da posição económico-financeira da empresa. “Para uma empresa sobreviver é essencial que tenha ou administre dinheiro. A demonstração dos fluxos de caixa mostra a capacidade de uma empresa gerar fluxos monetários, bem como a qualidade dos seus resultados.

Os acionistas, potenciais investidores, credores e outros utentes da informação contabilística estão preocupados com a capacidade da empresa de fazer face às suas obrigações aquando da data do seu vencimento. Juntamente com o balanço e a demonstração de resultados, o mapa em causa permite que os utentes avaliem melhor as alterações havidas na situação financeira, incluindo a liquidez e a solvabilidade. Possibilita, ainda, o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa futuros das empresas.”

Ainda, segundo Caiado e Gil (2000), as vantagens que a DFC apresenta são as seguintes: (i) comparação de performances operacionais de diferentes empresas, sem influência dos acréscimos e diferimentos; (ii) relativamente à demonstração dos resultados líquidos elimina alguns aspetos subjetivos da contabilidade, nomeadamente os critérios de mensuração dos

³ CAE – Classificação das Atividades Económicas

inventários, amortizações e reintegrações e provisões; (iii) permite o cálculo da liquidez e da solvabilidade futuras, a partir dos fluxos presentes.

Para Barata (1999) complementa as vantagens referidas anteriormente, com outras conveniências desta demonstração como: (i) é neutral relativamente às políticas contabilísticas de qualquer empresa sendo, por isso, o documento por excelência para comparar com outras empresas; (ii) fornece os elementos de cada um dos ciclos permitindo mais fácil adaptação à conjuntura; (iii) permite conhecer melhor as variações na estrutura financeira.

Já Morais e Lourenço (2003) referem como vantagem da DFC que a “informação prestada sobre os fluxos de caixa facilita a comparabilidade de informação financeira entre varias entidades, na medida em que elimina os efeitos da adoção de diferentes políticas contabilísticas para transações ou operações semelhantes”.

Num artigo em que descrevem o papel da DFC na previsão de falência de empresas, o caso do Banco Privado Português, Alves, Mata e Nunes (2015), também citam autores – Morrison, Le Maux e Morin - que salientam o papel relevante da DFC.

De facto, Morrison (2010), citado por Alves, Mata e Nunes (2015), defende que a demonstração dos fluxos de caixa proporciona sinais importantes quanto à saúde financeira de uma empresa e, particularmente, quanto à capacidade de pagamento da dívida, quer através de uma única demonstração dos fluxos de caixa preparada num momento particular, quer através de demonstrações dos fluxos de caixa ao longo de um determinado período de tempo permitindo a análise de tendências.

O referido autor, acrescenta mesmo que, esta demonstração financeira é de todas a mais importante no que concerne à determinação da solvência da empresa. Considera que a demonstração dos fluxos de caixa foca diretamente a atenção nos fatores de solvência e que, embora assente e use a informação contida no balanço e na demonstração dos resultados, representa um foco diferente porque a principal razão para o desenvolvimento da demonstração dos fluxos de caixa é fornecer informação útil particularmente para os gestores da empresa. De facto, a análise da informação proporcionada por esta demonstração financeira é fundamental para uma adequada gestão dos fluxos de caixa.

Também Le Maux e Morin (2011), citado por Alves, Mata e Nunes (2015), salientam o papel relevante da DFC ao evidenciar os montantes proporcionados pela atividade operacional pois desta forma os investidores poderão avaliar a capacidade de a empresa investir no seu fundo de maneiio.

Este investimento ou desinvestimento de fundo de maneiio ilustra as estratégias adotadas pela empresa relativamente à forma como gere o seu inventário, as contas a receber; as contas a pagar, etc. Referem que os fluxos de caixa proporcionados pelas atividades operacionais, ou nelas usados, durante um período (ativos realmente líquidos) podem indicar o espaço de manobra da empresa para fazer novos investimentos, baixar o seu nível de dívida, etc.

Além de que esta demonstração financeira permite aos utentes detetar as empresas que usam, sistematicamente, capitais alheios para compensar *deficits* crónicos nas suas atividades operacionais. Estes autores verificaram que, no caso do Lehman Brothers, os fluxos de caixa dos três anos anteriores à falência apresentados nas respetivas demonstrações foram os melhores preditores da situação que viria a ocorrer em 2008.

No entanto, esta abordagem também apresenta limitações, pelo que existe e deve ser tomada em consideração a complementaridade entre as várias demonstrações financeiras de uma empresa. Caiado e Gil (2000) apesar de ser um dos maiores defensores da elaboração da DFC, não os impediu de ter uma visão crítica de alguns aspetos desta demonstração financeira, como: (i) sendo uma metodologia baseada nos movimentos de caixa, não traduz a complexidade dos aspetos da gestão financeira da empresa, designadamente os que estão próximos de caixa ou da liquidez; (ii) as informações proporcionadas pela DFC são em si próprias, limitadas. Para que se tornem úteis aos utentes e analistas, a DFC deve ser analisado juntamente com o balanço e demonstração de resultados.

Também Barata (1999), refere algumas limitações e aspetos a reter: o facto de não abordar aspetos que podem influenciar a vertente financeira, como são exemplo, as depreciações/amortizações, as provisões, os ajustamentos, as imparidades e os lucros; apesar de darem mais informações, não deixam de ser mais limitadas (tal como tipologia e características dos financiamentos); omissão de rubricas dificilmente mensuráveis (tais como, ativos e passivos contingentes).

Segundo Beechy (2007), citado por Borges, Nunes e Alves (2012) o problema é que os ativos e os passivos não são registados em consonância com os fluxos monetários. Na base do acréscimo, os passivos são reconhecidos quando surgem as obrigações e os ativos quando a empresa tem direito a recebê-los. A base de caixa permite aos gestores esconderem os verdadeiros resultados das operações e a verdadeira posição financeira da empresa através da manipulação financeira da DFC, ou seja, adequar temporalmente, pagamentos e recebimentos conforme a imagem que pretendem evidenciar das alterações da posição financeira da empresa.

Assim, parece evidente que a análise da DFC é relevante para a perceção da real posição económico e financeira de uma empresa, na medida em que proporciona uma visão dos fluxos da caixa ocorridos num período, segmentados por três atividades - operacional, investimento e de financiamento - facilitando em conjugação com a informação recolhida com base no acréscimo (balanço e demonstração de resultados) pistas para a melhor compreensão sobre a empresa, inclusive, como defendem alguns autores como, Alves, Mata e Nunes (2015) e Alexandre (2013) apresentam sinais de alerta para futuras situações de falência, caso a gestão não altere a sua estratégia.

Citando um dos principais pensadores da gestão moderna - Drucker (1992) - "(...) há muito tempo que uma empresa pode operar sem lucros por muitos anos, desde que possua um fluxo de

caixa adequado. O oposto não é verdade. De facto, um aperto na liquidez costuma ser mais prejudicial do que um aperto nos lucros (...)

2. Metodologia

Podemos classificar o trabalho realizado, como sendo uma investigação qualitativa, pois procura-se interpretar os fenómenos e atribuir-lhes significados, como defende Silva e Menezes (2005) mas, também, com uma componente quantitativa suportado num processo sistemático de recolha de dados observáveis e quantificáveis que decorre da “observação de factos objetivos, de acontecimentos e de fenómenos que existem independentemente do investigador” (Freixo,2010).

Adicionalmente podemos classificar a investigação como explicativa, na medida em que se procurou “identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenómenos” tal como argumenta Silva e Menezes (2005).

O procedimento técnico adotado, socorreu-se de livros, revistas científicas e outras publicações em formato papel ou eletrónico que é tido como o suporte bibliográfico da revisão de literatura e de um conjunto de dados classificados e ordenados provenientes dos balanços, da demonstração de resultados e da demonstração de fluxos de caixa, que é o suporte documental, a partir de duas de base de dados (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos - SABI e Quadros setoriais do Banco de Portugal).

3. Amostras selecionadas

Para a persecução do objetivo delineado, selecionamos duas amostras de empresas portuguesas.

A primeira amostra é representativa das empresas portuguesas de dimensão média e foi obtida através da consulta dos quadros do setor do Banco de Portugal (Banco de Portugal, 2018) com as seguintes características:

- Período: ano de 2015;
- Setor de atividade económica: todas as atividades;
- Classe de dimensão de empresa: médias empresas⁴.

⁴ O critério utilizado na classificação das empresas por dimensão corresponde ao da Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. Com base nesta Recomendação, as micro, pequenas e médias empresas são definidas em função do número de pessoas ao serviço nas empresas, do seu volume de negócios e do seu balanço total anual, nos seguintes termos:

- uma empresa média é definida como uma empresa que emprega menos de 250 pessoas e cujo volume de negócios não excede 50 milhões de euros ou cujo balanço total anual não excede 43 milhões de euros;
- uma pequena empresa é definida como uma empresa que emprega menos de 50 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 10 milhões de euros;
- uma microempresa é definida como uma empresa que emprega menos de 10 pessoas e cujo volume de negócios ou balanço total anual não excede 2 milhões de euros;
- a grande empresa equivale à empresa que não respeita nenhum dos critérios definidos pela Comissão Europeia para as micro, pequenas e médias empresas. (Banco de Portugal, 2011)

Com estas três premissas resultou uma amostra constituída por 5.660 empresas e relativamente ao seu posicionamento regional, em primeiro lugar surge o distrito de Lisboa com 29% das empresas, seguido pelo distrito do Porto com 20% e pelo distrito de Braga com 11%.

A segunda amostra é constituída com base nas empresas considerada pelo IAPMEI como PME Excelência de 2016 (reportando-se ao período de 2015), constituída por 1786 empresas. A listagem dessas empresas está disponível no site do IAPMEI (IAPMEI, 2018) e para se poderem candidatar a esta distinção, a entidade tem que obter a certificação PME e depois cumprir um conjunto de requisitos estipulados pelo IAPMEI, conforme já referido anteriormente neste trabalho.

Relativamente ao posicionamento regional das empresas que conquistaram o estatuto PME Excelência 2016 surge, em primeiro lugar, o distrito do Porto com 21% das empresas, seguido pelo distrito de Lisboa com 18% e, pelos distritos de Aveiro e Braga, com 12% e 11%, respetivamente. A representatividade setorial é liderada pela indústria (33,2% das empresas), seguindo-se o comércio (28,67%), os serviços (13,61%) e o turismo (11,53%). No que diz respeito à sua dimensão, 69% das empresas são pequenas, 26% são médias e, os restantes 5% representam as micro dimensão. (IAPMEI, 2018).

Para a obtenção dos dados contabilísticos dessas empresas (dado que não são disponibilizados pelo IAPMEI), recorreremos à base de dados do SABI (SABI,2018). O SABI é uma ferramenta de pesquisa e tratamento avançado de dados, que permite analisar facilmente a informação geral e as contas anuais das empresas selecionadas e personalizar as apresentações de resultados (SABI,2018).

Pela sua reduzida dimensão, muitas PME Excelência não são obrigadas a efetuar a DFC, razão pela qual colocamos como volume de negócios mínimo de 2M€ na nossa amostra⁵.

Para que a amostra fosse o mais comparável possível e com informação robusta, selecionamos as PME Excelência com um volume de negócios superior a 2M€ e inferior a 50M€ (1002 empresas) e dessas, as que tinham no SABI a informação completa disponível relativa ao ano de 2015 (balanço, demonstração de resultados e DFC), de que resultou uma amostra final de 602 empresas, classificadas como PME Excelência.

⁵ Das entidades sujeitas ao SNC, com exceção das Pequenas Entidades (PE) e Micro Entidades, são obrigadas a apresentar a Demonstração dos Fluxos de Caixa pelo método direto, conforme previsto no artigo 11º do DL nº 158/2009, de 13 de julho. São consideradas PE, as entidades com os seguintes limites: Rendimentos inferiores a 1.000.000€; Ativo inferior a 500.000€ e número de empregados inferior a 20. Acresce a essa situação que as entidades estão dispensadas de apresentar a DFC, quando não ultrapassem dois dos seguintes três limites (conforme alterações introduzidas pelo artigo 9º da Lei nº 20/2010, de 23 de agosto) desde que não obrigadas legalmente a ter Certificação Legal de Contas: Total de balanço inferior a 1.500.000 €; Total de vendas líquidas e outros rendimentos inferior a 3.000.000 € e número de trabalhadores empregados em média durante o exercício inferior a 50.

4. Análise e discussão dos resultados

Os quadros nº 1 e nº 2 apresentam os valores médios, referentes aos principais indicadores decorrentes da DFC, da demonstração de resultados e do balanço, para cada uma das amostras objeto de análise e relativas ao período de 2015.

Quadro nº 1 - Demonstração de Fluxos de Caixa

Unid: Eur'000

Ano: 2015	Recebimento Clientes	Fluxos Caixa Atividades Operacionais	Fluxos Caixa Atividades Investimento	Fluxos Caixa Atividades Financiamento	Caixa Início Período	Caixa Final Período	Varição Saldo Caixa
Amostra 1 (Médias Empresas BdP)	13 057	867	-373	-446	1 018	1 067	49
Amostra 2 (PME Excelência)	7 737	796	-364	-240	909	1 102	193

Quadro nº 2 - Demonstração de Resultados e Balanço

Unid: Eur'00

Ano: 2015	V. Negócios	EBITDA	RO	RAI	RL	Ativo	Passivo	C. Próprio
Amostra 1 (Médias Empresas BdP)	12 022	1 279	815	603	467	15 708	10 745	4 963
Amostra 2 (PME Excelência)	7 380	1 382	1 115	1 087	904	6 374	2 616	3 758

Fonte: Elaboração Própria, com base BdP e SABI

Numa análise preliminar sobressai a maior capitalização e melhores rendibilidades das PME Excelência face à amostra das Médias Empresas (ME). Mesmo sendo as PME Excelência empresas que em média são de menor dimensão - V. Negócios ligeiramente superior a metade das ME - conseguem ter uma situação económica bem melhor, ao nível dos valores absolutos do EBITDA, do RO⁶, do RAI⁷ e do RL⁸, que são quase o dobro das ME, pelo que se conclui que a posição económico-financeira das PME Excelência é superior às das ME.

Tendo presente o estudo de Barac (2010), que pretendeu comparar a informação financeira obtida através dos rácios financeiros com base nos dados extraídos do balanço e demonstração de resultados, com a informação obtida com rácios elaborados com informação constante na DFC, seleccionámos e iremos utilizar no trabalho os seguintes rácios baseados na DFC:

- Qualidade do resultado (FCAO⁹/EBITDA), indicador da correspondência entre o seu “resultado operacional” medido pela ótica de caixa e pela ótica do acréscimo, ou seja, a capacidade da empresa em transformar o seu EBITDA em cash;
- Recebimento de clientes/volume de negócios, indicador da capacidade da empresa em transformar o seu volume de negócios em fluxos monetários recebidos;
- FCAO/volume de negócios, indicador do ganho operacional, medido pela ótica de caixa, por cada unidade monetária vendida;

⁶ RO- Resultado Operacional

⁷ RAI – Resultado Antes de Impostos

⁸ RL – Resultado Líquido

⁹ FCAO – Fluxos de Caixa das Atividades Operacionais

- FCAO/recebimento de clientes, indicador do ganho operacional, medido pela ótica de caixa, por cada unidade monetária recebida;
- FCAI¹⁰/volume de negócios, indicador do investimento líquido efetuado pela empresa por cada unidade monetária vendida;
- FCAI/capital próprio, indicador da percentagem de investimento líquido efetuado num período face ao capital próprio da empresa;
- FCAO/ativo, indicador da rendibilidade do ativo da empresa, medido pela ótica de caixa;
- FCAF¹¹/volume de negócios, indicador da utilização líquida de recursos financeiros obtidos no período (próprios e alheio) por cada unidade monetária vendida;
- Variação caixa/volume de negócios, informa sobre a capacidade das empresas em incrementarem as suas disponibilidades no final do ano, por cada unidade monetária vendida;

Para nos permitir efetuar uma comparação da rendibilidade por unidade vendida (na perspetiva de caixa em contraponto com a do acréscimo) utilizaremos também no estudo o rácio EBITDA/volume de negócios (indicador do ganho exploração – ótica do acréscimo - por unidade monetária vendida).

O quadro nº 3 apresenta os resultados dos rácios anteriormente referidos

Quadro nº 3- Rácios contruídos com base na DFC

Unid: Eur'000

Ano: 2015	FCAO / EBITDA	Receb. Clientes/ V. Neg.	FCAO / V.Neg.	FCAO / Receb. Clientes	EBITDA / V. Neg	FCAI / V.Neg	FCAF / V.Neg.	FCAO / Ativo	FCAI / Cap. Próprio	Var. saldo Caixa / V. Neg.
Amostra 1 (Médias Empresas BdP)	67,8%	108,6%	7,2%	6,6%	10,6%	3,1%	3,7%	5,5%	7,5%	0,41%
Amostra 2 (PME Excelência)	57,6%	104,8%	10,8%	10,3%	18,7%	4,9%	3,3%	12,5%	9,7%	2,61%

Com base nos resultados obtidos podemos constatar as seguintes situações:

- As PME Excelências destacam-se logo das Médias Empresas, ao compararmos os valores obtidos pelo rácio construído unicamente com dados da DR (EBITDA/Volume Negócios) o que comprova a sua melhor situação económica aferida, através do ganho operacional que tem por cada euro vendido, 18,7% nas PME Excelência, contra apenas 10,6% nas ME;
- Também o rácio - FCAO/ volume de negócios -, que expressa o ganho de exploração em cash (já medido pela ótica de caixa) por cada euro vendido, continua mais favorável às PME Excelência, com 10,8% contra 7,2% nas Médias Empresas, embora com um diferencial menor face ao rácio anterior;

¹⁰ FCAI – Fluxos de Caixa das Atividades de Investimento

¹¹ FCAF – Fluxos de Caixa das Atividades de Financiamento

- Nesse mesmo sentido, constatamos que as PME Excelência, têm um maior ganho operacional (medido pela ótica de caixa) por cada euro recebido (FCAO/ Recebimento Clientes), que se situa nos 10,3% em contraponto com 6,6% das Médias Empresas;
- Se compararmos o FCAO com o total do Ativo das duas amostras, também se constata que as PME Excelência têm uma capacidade muito superior (quase o triplo) de gerar ganho operacional medido em cash, por cada euro investido, independentemente, da sua origem (12,5% contra 5,5%);
- Ao invés, verificamos que no indicador da capacidade da empresa em transformar o seu volume de negócios em fluxos monetários recebidos, as PME Excelência apresentam um rácio de valor mais reduzido, embora próximo, do que das Médias Empresas. O rácio é de 104,8%, face a 108,6% nas Médias Empresas, o que é um indicador de que as PME Excelência, tem menor capacidade de transformar em cash o seu volume de negócios, o que poderá indicar algum risco adicional de cobrabilidade da sua carteira de clientes.
- O rácio de qualidade dos resultados (FCAO/EBITDA) permite-nos aferir da capacidade da empresa em transformar o seu EBITDA (indicador chave da viabilidade do seu negócio) em fluxos monetários, isto é, em acréscimo de liquidez proveniente do seu negócio, sendo os dados das Médias Empresas de 67,8% e nas PME Excelência de apenas 57,6%, logo menos 10 pontos percentuais.
- No que se refere aos dados referentes ao ciclo de investimento (fluxos monetários que estão relacionadas com a aquisição e alienação de ativos não correntes - tangíveis, intangíveis e investimentos financeiros – que quando são de sinal negativo, traduzem mais investimentos do que desinvestimentos, a sua análise dá-nos uma evidência do cash canalizado para investimento, que se espera possa contribuir para a construção de bases para o crescimento e sustentabilidade futura da empresa. Assim, no estudo realizado verificamos que as PME Excelência são as que efetuam um maior esforço de investimento (procurando assim garantir a sua sustentabilidade e crescimento futuros) face ao seu volume de negócios. As PME Excelência, por cada euro vendido, canalizam 4,93% para investimento, o que compara com 3,1% das Médias Empresas;
- São também as PME Excelência, que efetuam maior esforço de investimento face aos Capitais Próprios que possuem (sendo estas em média também mais capitalizadas que as ME) o que denota, também, a ambição colocada neste item (12,5%, contra 5,5% respetivamente);
- No referente ao ciclo de financiamento, estes são os fluxos monetários que resultam de alterações nos empréstimos (financiamentos) e capitais próprios da empresa e que incluem recebimentos relativos a aumento do capital realizado, prestações suplementares, suprimentos, empréstimos bancários, emissão de obrigações, bem como os respetivos pagamentos de juros ou reembolsos de capital. Em síntese, é através das atividades de

financiamento que a empresa obtém parte dos fundos necessários para manter e investir no seu negócio. Pelos dados obtidos verificamos que no referente ao indicador da utilização líquida de recursos financeiros (próprios e alheio) efetuado pela empresa por cada unidade monetária vendida as Médias Empresas obtém um rácio ligeiramente superior às PME excelência (3,7% contra 3,3%), isto é, apesar de investirem menos, as Médias Empresas recorrem um pouco mais a fontes de financiamento externas, para financiar a sua atividade e investimentos, em parte também poderá ser justificada pela menor capacidade de gerar cash por cada unidade vendida;

- Por último, comparamos a variação de caixa do período (variação essa que foi sempre positiva nas duas amostras), face ao seu volume de negócios e constatamos que existe neste indicador uma grande diferença entre as PME Excelência e as Médias Empresas. De facto, as PME Excelência que apesar do esforço maior de investimento, ainda conseguem ter maior capacidade de incrementar as suas disponibilidades de caixa, traduzindo-se por um rácio de 2,6%, enquanto nas Médias Empresas é de apenas 0,41%.

Sendo à partida as PME Excelência melhores empresas a nível económico, com melhores rendibilidade do seu negócio e, também, como constamos pelos resultados obtidos com os indicadores de DFC, as que tem maior capacidade de gerar cash por cada euro vendido, menor recurso a financiamento externo, maior esforço de investimento, também seria expectável que fossem as empresas que tivessem no mínimo valores idênticos às Médias Empresas, no que se refere à capacidade em transformar vendas em recebimento de clientes e no rácio de qualidade do seu EBITDA (FCAO/EBITDA)

Ao não acontecer, pode abrir pistas de investigação futuras, que permitam identificar as razões para este desfasamento nos resultados obtidos entre as duas amostras, que poderão resultar de, por exemplo, ser reflexo de um crescimento muito agressivo de vendas e também de resultado operacional, que não tem a devida correspondência em acréscimos de fluxos monetários, o que em algumas situações poderá nos dar pistas para potenciais riscos (por exemplo: cobrabilidade da carteira de clientes) existentes em algumas PME Excelência (que se poderão traduzir no futuro em deterioração da sua situação económica e as poderá conduzir à perda dessa distinção e, em alguns casos, o caminhar para situações de maior debilidade e dificuldades financeiras, dado que é com o cash gerado pelo seu negócio, que as empresas podem potenciar o seu crescimento, os seus investimentos e o pagamento das suas dívidas). Também a justificação dessa diferença poderá estar, em parte, relacionada com maior pagamento de IRC por parte das PME Excelência, que é contabilizado como saída de fundos no FCAO.

5. Conclusão

Com base no trabalho realizado concluímos que na maioria dos indicadores analisados com base na DFC, as PME Excelência destacam-se pela positiva face aos dos indicadores das Médias Empresas tendo, em síntese maior capacidade de gerar ganho operacional (medido pela ótica de caixa - FCAO) por euro vendido, denotam maior esforço de investimento e com menor recurso a fontes de financiamento externas (usando mais o autofinanciamento) e, não menos importante, maior capacidade de gerar acréscimos de caixa por euro vendido.

Verificamos, no entanto, um comportamento inverso das PME Excelência face às Médias Empresas, que não era expectável à partida, quanto ao rácio qualidade do resultado (FCAO/EBITDA) e na transformação de vendas em efetivos recebimentos, o que poderá indiciar que apesar da dinâmica destas empresas em termos de crescimento do seu volume de negócios, algumas poderão estar a assumir alguns riscos não negligenciáveis na gestão da sua carteira de clientes.

Algumas limitações devem ser referidas, as quais derivam, de apenas ter sido analisado um período (ano 2015), de não termos informação disponível de todas as PME Excelência e de não constarmos qual a evolução das empresas PME Excelência nos períodos seguintes (dado que algumas empresas não mantiveram essa distinção e outras empresas poderão ter tido mesmo uma evolução mais negativa e estarem com dificuldades financeiras) e relacionar essa evolução com alguns fatores de risco detetados através da DFC.

No entanto, podemos encontrar novas linhas de investigação nesta temática, onde de poderá procurar aferir em todo o histórico de PME Excelência (10 anos), se algumas empresas que tiveram uma evolução negativa (tenham apenas perdido essa distinção por não cumprimento dos critérios, ou que as possa ter remetido para situações de PER¹² ou insolvência, ou de dificuldades no cumprimento das obrigações junto das instituições financeiras, etc.) já se poderia evidenciar algum sinal de risco através da análise de indicadores com base na DFC. No limite, levar o próprio IAPMEI a refletir sobre este tema e numa possível adoção de um critério de elegibilidade, construído também com indicadores com base na DFC.

¹² PER – Plano Especial de Revitalização - é um instrumento alternativo à insolvência, que dá a possibilidade às empresas em situação económica difícil e em insolvência iminente de estabelecer negociações com os seus credores, tendentes à revitalização da sua atividade.

Referências Bibliográficas

ALEXANDRE, Paulo (2013). **Análise financeira de empresas na óptica bancária: a importância acrescida da análise da demonstração de fluxos de caixa**. Estudo elaborado no âmbito de Provas para obtenção de Título de Especialista, ESCE/IPS, Setúbal. Disponível <http://hdl.handle.net/10400.26/20937>.

ALVES, Maria T.; MATA, Carlos M.S.; NUNES, Sandra. (2015). **O papel da Demonstração de Fluxos de Caixa na previsão de falência: o Caso do Banco Privado Português**. Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337, Blumenau, Vol. 11 (3), p. 190-210, jul./set.

Banco de Portugal (2011). **Novos quadros da empresa e do setor- Adaptação ao sistema de normalização contabilística**. Estudos da Central de Balanços- Departamento de Estatística. ISSN-1647-9688.

Banco de Portugal (2018). **Quadros do setor**, consultado em 15.03.2018 e disponível em: <https://www.bportugal.pt/qesweb/UI/QSApplication.aspx?mlid=1193>.

BARAC, Zeljana (2010). **Cash flow ratio vs accrual ratios: empirical research on incremental information content**. The Business Review, Cambridger, Vol. 15 (2).

BARATA, A. (1999). **Análise dos Fluxos Monetários**. Revista de Contabilidade e Comércio. LV1, n.º 221;

BEECHY, Thomas. (2004). **Does full accrual accounting enhance accountability?**. The Innovation Journal: The Public Sector Innovation Journal, Vol. 12 (4).

BORGES, Maria S.D.; NUNES, Sandra; ALVES, Maria T. (2012). **A Demonstração dos Fluxos de Caixa e sua contribuição para uma tomada de decisão mais informada**. Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337. Blumenau, Vol. 8 (1), p. 141-158, jan./mar.

CAIADO, A. e GIL, P. (1996). **Fluxo de Caixa – Conceção de uma Base de dados para a elaboração da Demonstração dos Fluxos de Caixa**. 2ª Edição, Rei dos Livros, Lisboa.

CAIADO, A. e GIL, P. (2000). **A Demonstração dos Fluxos de Caixa**. Vislis Editores. Lisboa.

CAIADO, A. e Gil, P. (2004). **Metodologias de Elaboração dos Fluxos de Caixa**. Áreas Editora. Lisboa.

Diário da República n.º 133/2009, Série I de 2009-07-13; Ministério das Finanças e Administração Pública (2009) **Decreto Lei nº 158/2009, de 13 de Julho, páginas 4375-4384**; consultado em 15.03.2018 e disponível em: [:http://data.dre.pt/eli/dec-lei/158/2009/07/13/p/dre/pt/html](http://data.dre.pt/eli/dec-lei/158/2009/07/13/p/dre/pt/html).

Diário da República n.º 163/2010, Série I de 2010-08-23; Assembleia da República (2010), **Lei nº 20/2010, de 23 de Agosto, páginas 4375-4384**; consultado em 15.03.2018 e disponível em: <http://data.dre.pt/eli/lei/20/2010/08/23/p/dre/pt/html>.

DRUCKER, Peter F. (1992). **Administrando para o Futuro: os anos 90 e a virada do século**; 2. ed.; Ed. Pioneira; São Paulo.

DUQUE, João (2017). **Confusion the confusions**. Jornal Expresso; consultado em 20.03.2018 e disponível em www.expresso.pt

FREIXO, Manuel (2010). **Metodologia Científica: Fundamentos, Métodos e Técnicas**. Lisboa: Instituto Piaget.

IAPMEI (2018). **Classificação de PME Líder e PME Excelência**. Consultado em 15.03.2018 e disponível em: <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/PME-Lider.aspx>.

IAPMEI (2018) **PME Excelência 2016**. Consultado em 15.03.2018 e disponível em: <https://www.iapmei.pt/PRODUTOS-E-SERVICOS/Qualificacao-Certificacao/PME-Lider/PME-Excelencia/Historico-de-edicoes-anteriores.aspx>.

IAS 7 (1994). **Demonstrações de Fluxos de Caixa**. IASB.

LE MAUX, J; MORIN D, (2011). **Black and white and red all over: Lehman Brothers' inevitable bankruptcy splashed across the financial statements**. International Journal of Business and Social Science. Vol. 2 (20), p. 39-65, nov. 2011.

MORAIS, Ana; LOURENÇO, Isabel (2003). **Apresentação das demonstrações financeiras**. Lisboa, Publisher Team.

MORRISON, D. (2010) **The importance of corporate financial statements**. Insolvency Law Journal, Vol. 18, p. 213-221.

NABAIS, Carlos; NABAIS, Francisco (2011). **Prática Financeira I – Análise Económica e Financeira**. 8º Ed, Lisboa: Lidel, Edições Técnicas.

SABI (2018). Consultado em 15.03.2018 e disponível em <https://sabi.bvdinfo.com/version->

2018417/home.serv?product=SabiNeo.

SILVA, E. L.; MENEZES, E. M. (2005). **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de Dissertação**. 4. ed. Florianópolis, UFSC.