

**A Gestão do Ciclo de Conversão de Caixa e a performance: estudo
econométrico das PME da Zona Euro.**

PAULO DIAS GUIMARÃES

Mestrado em Finanças e Fiscalidade

Faculdade de Economia da Universidade do Porto

Orientação:

Professor Doutor Francisco Vitorino Martins

Professor Doutor Elísio Brandão

2015

Resumo

As PME constituem uma percentagem muito importante dos operadores económicos das economias mais avançadas. A sua reduzida dimensão e a escassez de recursos de que dispõem torna-as mais vulneráveis a alterações do ambiente económico e o acesso ao crédito é mais difícil para estas empresas. Assim, a gestão do fundo de maneiio é uma ferramenta ao alcance dos gestores de PME e que lhes permite melhorar a performance. Efectuamos um estudo sobre 35.817 PME europeias, de sete países da Zona Euro, para perceber de que forma a gestão do fundo de maneiio, medido pelo Ciclo de Conversão de Caixa, influencia a performance, medida pelo ROA. Encontramos evidência de que os gestores podem melhorar a performance das empresas reduzindo o ciclo de conversão de caixa. Encontramos também uma relação inversa entre o ROA e o prazo de médio de pagamentos, o prazo médio de recebimentos e o tempo médio de inventários. Encontramos também evidência de que o sector de actividade, a localização geográfica e a dimensão influenciam a performance.

Palavras-chave: Fundo de Maneio; PME; Ciclo de Conversão de Caixa, Euro, Performance.

Abstract

SME are a very significant proportion of companies in the most advanced economies. Its small size and limited resources available to them makes them more vulnerable to changes in the economic environment and access to credit is more difficult for these companies. Thus, working capital management is a tool within reach of SME managers and allows them to improve performance. We carry out a study on 35 817 European SMEs, seven Eurozone countries to understand how the management of working capital, measured by the Cash Conversion Cycle, influence the performance, as measured by ROA. We find evidence that managers can improve the performance of companies by reducing the cash cycle. We also found an inverse relationship between the ROA and the medium-term payments, the average collection period and the average time inventories. We also found evidence that the business sector, geographical location and size influence the performance.

Key Words: Cash-flow, SME, cash Conversion Cycle, Euro, Performance

INDICE GERAL

1. Introdução.....	1
2. Revisão da Literatura	6
3. Metodologia	13
3.1 Amostra.....	13
3.2 Variáveis	14
3.3 Hipóteses de investigação	17
3.4 Modelo	18
4. Resultados	19
4.1 Estatísticas descritivas	19
4.2 Análise multivariada	23
4.3 Testes de robustez	29
5. Conclusão	31
BIBLIOGRAFIA	34
ANEXO A – CAE Rev.3	i
ANEXO B – Estatísticas descritivas – Dados nacionais	iii
ANEXO C – Estatísticas descritivas por divisão CAE Rev.3	iv
ANEXO D – Estatísticas descritivas CAE Rev.3 por país.....	vi
Acc_P – Prazo médio de pagamento	vi
Acc_R – Prazo médio de recebimento.....	viii
INV – tempo médio de permanência de inventários.....	x
CCC – Ciclo de Conversão de Caixa.....	xii
ROA – Rentabilidade do Activo (Return on assets)	xiv
CR – Rácio de Liquidez Geral (Current Ratio)	xvi
DR – Rácio de Endividamento	xviii
SIZE – Dimensão da empresa (logaritmo natural do volume de vendas).....	xx

SGROW – Crescimento das vendasxxii

INDICE DE TABELAS E GRÁFICOS

Tabela 1 - Descrição das variáveis	16
Tabela 2 – Estatísticas descritivas	19
Tabela 3 – Estatísticas descritivas, distribuição por quartis.	21
Tabela 4 – Matriz de correlações.....	22
Tabela 5 – ROA – Modelo explicativo I	24
Tabela 6 – ROA – Modelo explicativo II.....	25
Tabela 7 – ROA – Efeito Temporal	27
Tabela 8 – ROA por dimensão da empresa	28
Tabela 9 – ROA por sector de actividade e por país.	28
Tabela 10 – Modelo explicativo do GOP.	29
Gráfico 1 - Histograma - Inventários expresso em dias	20

1. Introdução

A literatura tradicional tem privilegiado o estudo das decisões financeiras de longo prazo em detrimento das opções financeiras de curto prazo e, até aos anos 60, este assunto era tratado de uma forma marginal, sendo remetido para abordagens estáticas. Com o advento da computação, as decisões de curto prazo foram alvo de maior atenção, em especial, os custos associados à manutenção de inventários, contas a receber e contas a pagar (Gentry, 1979). A maioria das empresas tem um investimento significativo em activos correntes e a gestão adequada do fundo de maneio reveste-se de fulcral importância na gestão (Deloof, 2003; Teruel e Solano, 2006). E os estudos desenvolvidos sugerem que o investimento em Fundo de Maneio poderá levar a uma redução do valor para os accionistas e aumenta a probabilidade de falência (Kieschnic et al, 2013). Na actualidade muitos estudos têm-se debruçado sobre a problemática da gestão dos activos e passivos de curto-prazo e sobre a sua influência na performance de empresas cotadas e empresas não cotadas.

O Fundo de Maneio é constituído por rúbricas do activo e passivo de curto-prazo: inventários, contas a receber, contas a pagar, disponibilidades e investimentos financeiros de curto-prazo. As decisões sobre a gestão do fundo de maneio têm influência na vida da empresa. Sobre a gestão recai a opção de manter um determinado nível de inventários, um determinado montante de contas a receber e contas a pagar. A gestão deste fundo de maneio permite à empresa um fluxo contínuo de matérias-primas e mercadorias capazes de gerar vendas; as compras geram contas a pagar que serão mais expressivas se os prazos de pagamento forem mais longos; as vendas geram contas a receber. Este movimento de inventários, contas a pagar, contas a receber são os constituintes do Fundo de Maneio. E este tem de ser gerido no intuito de não criar contingências negativas suscetíveis de interromper o normal funcionamento da empresa e comprometer a sua rentabilidade (Sagan, 1955). Acresce ainda que a adequada gestão do fundo de maneio poderá libertar fundos para outros investimentos indo ao encontro da preferência dos gestores pela utilização de fundos gerados internamente (Donaldson, 1961 e Meyers, 1977, Aktas et al., 2014).

A designação de activos ou passivos de curto prazo está intrinsecamente associado à maturidade, já que se tratam de activos e passivos realizáveis/exigíveis no prazo de um ano. No entanto o investimento em activos correntes é permanente na vida da empresa, pelo que os activos nesta maturidade requerem financiamentos de longo-prazo ou eventualmente perpétuos, que permitam a manutenção do ciclo de exploração. (Belt, 1979). E como o ciclo de exploração é a razão de existir da empresa, durante toda a sua existência estaremos sempre perante a necessidade de gerir o fundo de maneiio. O Fundo de maneiio compreende ainda a função de suportar o esforço de vendas da empresa e a sua gestão requer um equilíbrio ténue entre a liquidez e a rentabilidade (Gentry, 1979).

As contas a receber são na sua maioria constituídas por vendas a crédito. Um investimento mais elevado em crédito concedido a clientes tem subjacente uma maior aplicação de fundos e a empresa tem de afectar mais recursos a estes créditos (Richards e Laughlin, 1972). Numa economia que favorece as grandes empresas no acesso a crédito bancário, o crédito comercial surge como uma fonte de financiamento utilizado comumente entre os agentes económicos (Meltzer, 1960; Richards e Laughlin, 1972; Fisman e Love, 2003). Num primeiro momento este crédito não incorre em mais despesas do que as necessárias à aquisição das mercadorias e é de mais fácil concessão por parte dos vendedores (Richards e Laughlin, 1972). Num choque de liquidez as empresas estão mais avessas a contrair crédito bancário, preferindo o crédito comercial (Kling, Paul e Gonis, 2014).

Por seu lado os débitos de terceiros de curto-prazo são, na maioria das PME, constituídos por contas a pagar pelos fornecimentos. Num ponto de vista financeiro, a opção por crédito comercial resolve parte do problema de assimetria de informação existente entre insiders e outsiders (Fisman e Love, 2003). Assim, os pequenos agentes económicos que enfrentam limitações no acesso a crédito bancário poderão encontrar no crédito comercial uma forma de financiamento menos exigente (Aktas et al., 2012).

Os inventários são activos detidos para venda, matérias-primas ou produção acabada ou em curso. Por variadas razões os níveis de inventários podem representar pesos diferentes nos activos das empresas, dependendo do sector em que se inserem. Empresas industriais com ciclos de produção longos podem manter inventários mais elevados; empresas de retalho com uma grande gama de produtos podem ter necessidade de manutenção de inventários

elevados e diversificados para evitarem o risco de ruptura. A sazonalidade da produção poderá obrigar produtores e distribuidores a adquirirem num determinado momento as necessidades de vendas por longos períodos, de forma a satisfazerem os seus clientes. As próprias circunstâncias do mercado poderão induzir a um incremento das compras por via de preços mais reduzidos ou por descontos mais elevados para quantidades maiores (Belt, 1979).

O Ciclo de Conversão de Caixa (Cash Conversion Cycle) reflecte a média de dias que decorre do dispêndio de uma unidade monetária em inventários até ao momento do seu recebimento após a venda e decorrido o prazo de pagamento. Trata-se de uma medida dinâmica, facilmente determinada pela informação financeira pública e fornece mais informação sobre as necessidades de liquidez de uma empresa do que a análise de cada um dos seus componentes isoladamente (Richards e Laughlin, 1972). Um ciclo de conversão de Caixa curto indica que a empresa consegue maximizar o prazo de pagamento, reduzir a manutenção dos inventários e prazos de recebimento a muito curto prazo (Nobanee, Abdullatif, AlHajjar, 2011). O ciclo de Conversão de Caixa é também um bom indicador para medir a performance da gestão do fundo de maneio, pois permite traduzir a aplicação dos fundos de curto prazo num indicador perceptível (Gentry et al., 1990).

Existe uma consciência por parte dos gestores das PME para a importância da gestão do Fundo de Maneio e actualmente estas empresas já dispõem de mais quadros qualificados na gestão da área financeira, que permite um tratamento mais profissional destes assuntos (Afrifa, 2013). As pequenas e médias empresas são uma parte substancial das economias ocidentais e são responsáveis por cerca de um terço do emprego criado (Ma, Lin 2010). A gestão do fundo de maneio é de particular importância para as PME (Belt, 1979). A maioria dos activos destas empresas é constituída por maturidades curtas e uma das principais fontes de financiamentos externos consiste em crédito concedido por fornecedores ou outros credores correntes (Teruel e Solano 2006). Para estas empresas o acesso ao crédito bancário está de alguma forma dificultado quer por via de custos de agência, por assimetria de informação ou pelo ambiente competitivo do sector bancário (Ryan et al, 2014; Padachi et al, 2008; Fisman e love, 2003), enquanto que, para as grandes empresas a concessão de crédito bancário mais acessível permite-lhes financiar os seus clientes e assim incrementar as vendas (Meltzer, 1960). As dificuldades originadas pelo

assimetria de informação, especialmente sentida nas relações com a banca, leva as PME a preferir activos mais líquidos ou a manter maiores reservas de dinheiro, mesmo quando mais alavancadas (Teruel e Solano, 2004). Contudo nem todas as PME enfrentam as mesmas restrições no acesso ao crédito bancário, a dimensão da empresa e a sua localização (dentro da Zona Euro) é relevante (Holton et al, 2014). As dificuldades de acesso ao crédito bancário, aliado à escassez de recursos técnicos e humanos das PME, ao contrário das grandes empresas, leva-as, muitas vezes, a ter em atenção apenas parte dos factores que influenciam a gestão do Fundo de Maneio, descurando os restantes. No entanto, isto não se traduz necessariamente numa performance inferior (Howorth e Westhead, 2003).

O presente trabalho pretende melhorar a compreensão da gestão do fundo de maneio e a sua repercussão na performance das PME, de países distintos que operam num mercado único, no seio da União Europeia, que partilham a mesma moeda (EURO) e, por conseguinte, actuam num mesmo espaço concorrencial. A adopção de uma moeda única reduz substancialmente as barreiras à livre circulação de bens, mas não reduz a diferenças regionais e nacionais que afectam a competitividade das empresas. O âmbito deste estudo é apenas a gestão do fundo de maneio, estando contudo conscientes que muitos outros factores são susceptíveis de serem determinantes na explicação das diferenças entre as empresas de diversos países. O nosso trabalho demonstra que existem diferenças regionais e sectoriais que, na Zona Euro, influenciam a performance das empresas. Encontramos evidência de que a gestão do fundo de maneio, expressa pelo Ciclo de Conversão de caixa, têm influência na performance das empresas. Encontramos evidência de que a dimensão das empresas também influencia a performance e as empresas de maior dimensão conseguiram resultados melhores no período entre 2007 e 2012.

Apresentamos neste capítulo a problemática que está subjacente ao paradigma da gestão do fundo de maneio e da sua influência na performance das empresas, no caso particular deste trabalho, nas Pequenas e Médias Empresas na Zona Euro. No parágrafo anterior elencamos os contributos desta investigação. O restante trabalho seguirá da seguinte forma. No capítulo 2 serão expostos os principais contributos de autores anteriores, sobre o mesmo tema. O capítulo 3 é reservado à definição da amostra, das variáveis e do modelo de investigação. No capítulo 4 analisamos os resultados obtidos. Deixamos para o capítulo 5 a

conclusão, as limitações do trabalho e as possíveis linhas de investigação para orientação futura.

2. Revisão da Literatura

Muitos são os autores que contribuíram para o desenvolvimento do estudo da gestão do fundo de maneio e da sua influência na performance das empresas. Os trabalhos têm em comum o objectivo de melhorar a compreensão do conceito de 'Working Capital' e isso tem permitido alguma diversidade no método de abordagem ao tema. A análise, inicialmente, foi efectuada numa perspectiva estática, e actualmente existem autores que procuram uma análise mais dinâmica e orientada para os efeitos variação face ao nível óptimo de fundo de maneio. E ambas as visões têm ainda, espaço de investigação para explorar. Os diferentes trabalhos realizados sobre este assunto apresentam alguma diversidade tanto geográfica como sectorial. Contudo, os trabalhos dedicados ao estudo das pequenas e médias empresas são em menor número sendo que a análise das empresas da Zona Euro são, do nosso conhecimento, inexistentes.

Os autores são elencados cronologicamente, com menção aos contributos para o estado da arte e, nos casos julgados necessários, as explicações pertinentes para a nossa demonstração no capítulo quatro são mais detalhadas.

Em 1996, **José et al**, estudam a relação entre a gestão do fundo de maneio e a performance, partindo de uma amostra de 2.178 empresas entre os anos de 1974 e 1993. Utilizam como variável dependente o ROA (Return on Assets) e o ROE (Return on Equity). Encontram evidência de que uma gestão mais agressiva do fundo de maneio (redução da sua duração) melhora os resultados. Evidenciam que as diferenças encontradas inter-empresas resultam das diferenças específicas entre os sectores de actividade.

Shine e Soenen, em 1998, analisam uma amostra de empresas norte-americanas, entre os anos de 1975 e 1994, numa amostra de 58.985 dados anuais, propõem-se a analisar o efeito do NTC (Net Working Capital) na performance das empresas. A opção pelo NTC e não pelo CCC (Cash Conversion Cycle – ciclo de tesouraria) deve-se em primeiro lugar à não existência de dados suficientes para o cálculo adequado do indicador. O NTC é definido por “[$(\text{inventários} + \text{contas a receber} - \text{contas a pagar}) * 365$]/vendas” e traduz-se pelo número de dias de vendas necessário a suportar o Ciclo de Conversão de Caixa. A variável

dependente, medida de performance, é traduzida pelos resultados operacionais acrescidos de amortizações sobre o activo (IA) e numa segunda abordagem, pelas vendas (IS). As variáveis explicativas, além, do NTC são o rácio de liquidez geral, liquidez reduzida, rácio de endividamento e crescimento das vendas.

Os valores extremos da amostra foram controlados pela eliminação de 0,5% dos extremos das observações cada ano, seguindo assim a recomendação sugerida por Fama e French, 1998. Desta forma obteve-se um conjunto de dados mais homogéneo que se traduz pela relativa proximidade entre a média e a mediana.

Os resultados evidenciam uma relação negativa entre o NTC e a performance medida por IA e IS. Encontram ainda evidência de que a liquidez geral está negativamente relacionada com a performance. O crescimento das vendas está associado a uma melhor rentabilidade, concluindo que o crescimento é uma das vias para gerar riqueza. Concluem que a gestão do fundo de maneo expresso pelo NTC está associado a uma melhor performance e esta pode ser incrementada pela redução dos activos correntes, mais do que pela ampliação dos passivos correntes. A redução do Ciclo de Conversão de Caixa deve ser uma preocupação central para os executivos.

Mark Deloof, em 2003, investiga a influência da gestão do fundo de maneo numa amostra de 1637 empresas belgas cotadas, dos sectores não financeiros, entre os anos de 1991 e 1996. A amostra não inclui empresas que pelas características próprias do negócio implicam uma gestão muito particular do fundo de maneo; tal como empresas dos sectores financeiro, fornecimento de água e energia, sector financeiro (bancos, seguradoras e outras), e outros serviços. A amostra de trabalho inclui 1.009 empresas num total de 5.045 observações. Conclui que os gestores podem criar valor pela gestão do fundo de maneo e que as empresas com menor desempenho esperam mais tempo para liquidar as suas contas.

A performance é medida pelo GOP (Gross Operation Profit), traduzido pela relação vendas deduzidas dos custos das vendas e o activo deduzido dos activos financeiros não correntes. O Ciclo de Conversão de Caixa é medido pelo CCC.

A estimação é efectuada pelo método de regressão linear com efeitos fixos. A variável dependente é confrontada com o CCC, com as contas a receber expressas em dias de vendas, com as contas a pagar expressas em dias de compras e com os inventários expressos em dias de custos de compras. As variáveis de controlo são a dimensão da empresa (calculado pelo logaritmo das vendas), crescimento das vendas face ao ano n-1, rácio de endividamento, o rácio dos activos não correntes face ao activo total e a variância dos resultados operacionais divididos pelo activo liquido dos activos financeiros. São ainda usadas variáveis ‘dummy’ para o ano e para o sector de actividade. Os resultados relevam uma relação negativa entre a performance e as contas a pagar, os inventários e as contas a receber; é também negativa a relação com o CCC. A dimensão da empresa e o crescimento das vendas têm uma relação positiva com a performance. Conclui que as empresas com menor performance demoram mais tempo a pagar as suas contas.

A primeira abordagem à análise da influência da gestão do fundo de maneio na performance, aplicada a pequenas e médias empresas, é efectuada por **Teruel e Solano** em 2006. Partindo de uma amostra de 8.872 PME espanholas retiradas da base de dados Amadeus, entre os anos de 1996 e 2002, propõem-se a estudar o efeito da gestão do fundo de maneio na performance das PME, perspectiva que até à data não tinha ainda sido abordada e conduzem testes de robustez para resolver a existência de endogeneidade entre as variáveis explicativas e a variável dependente.

Recorrem a um sistema de 4 equações independentes e efectuam a estimação pelo modelo OLS. Para controlar a endogeneidade efectuam também uma estimação GLS e utilizam a primeira diferença de AR, AP, INV e CCC como variáveis instrumentais. A variável dependente é o ROA e é definida pelo EBIT sobre o activo. Ao contrário de Dellof (2003), que considera a relação entre os activos financeiros fixos e o activo total, nas PME, pela reduzida dimensão deste tipo de activos nas empresas espanholas, não foi adoptada a mesma variável de controlo. Não obstante, após a inclusão deste rácio, os resultados mantiveram-se.

Na sua análise evidenciam que nas PME espanholas o activo corrente representa, em média, 69,48% dos activos e o passivo corrente 52,82% do passivo. Reforçam a

importância do estudo pela própria natureza do sistema financeiro espanhol, menos apto a trabalhar com as PME.

Os resultados expõem que a maior parte dos activos das PME são de curto-prazo, tal como os passivos. Constatam que, de acordo com autores anteriores e em estudos com empresas de maior dimensão, existe uma relação negativa entre o prazo de pagamento, o prazo de recebimento e o tempo de manutenção de inventários. Muito embora a influência do prazo médio de recebimento seja menos significativo quando se efectua uma regressão pelo método GLS. Concluem que a performance das empresas pode ser incrementada reduzindo o Ciclo de Conversão de Caixa a um nível tão baixo quanto o razoável.

Raheman e Nasr, 2007, estudam uma pequena amostra de 93 empresas paquistanesas, cotadas, durante um período de 6 anos, entre 1999 e 2004. As suas conclusões suportam as ideias anteriores de que a gestão do fundo de maneo tem uma relação inversa com a performance e que os gestores ao reduzirem o Ciclo de Conversão de Caixa melhoram a performance. Evidenciam também que a liquidez tem influência sobre a performance e que o rácio de liquidez geral tem um impacto forte. Como tal, os gestores têm que manter um compromisso entre a liquidez, a performance e a gestão fundo de maneo, procurando a maximização dos resultados. Os gestores conseguem melhorar a performance reduzindo o endividamento das empresas.

Uma abordagem às empresas europeias é elaborada por **Garcia, Martins e Brandão**, em 2011. Procura-se estudar a relação entre a gestão do fundo de maneo e a performance de empresas cotadas de 11 países europeus. Encontram evidência que suporta a noção de que a gestão do fundo de maneo tem influência nos resultados das empresas, em especial a relação inversa entre o CCC, os seus componentes e a performance e a relação positiva entre a dimensão da empresa e a performance. A liquidez medida pelo rácio de liquidez geral e pelo endividamento têm uma relação inversa com o GOP. Conclui ainda que a redução do Ciclo de Conversão de Caixa acresce valor para os acionistas. É também relevante o efeito da localização geográfica.

O trabalho é realizado tendo por base uma amostra, recolhida da DataStream, de 2.974 empresas de 11 países europeus, entre os anos de 1998 e 2009, num total de 32.381

observações. A variável dependente (GOP) é confrontada com o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), e os seus componentes (prazo médio de recebimento, prazo médio de pagamento e duração dos inventários, expressos em dias). Adicionalmente foram utilizadas outras variáveis, também, explicativas que permitem demonstrar o efeito do endividamento, da dimensão da empresa, sector de atividade e país.

O método de estimação recorre a quatro regressões independentes para testar o efeito do CCC e de cada uma das suas componentes individualmente, que são estimadas pelo método de regressão linear.

Concluem que o CCC tem uma relação inversa e significativa com o GOP, os gestores conseguem incrementar a performance pela gestão do CCC, reduzindo o período de tempo em que o capital está afecto ao Ciclo de Conversão de Caixa, libertando fundos internos para outros investimentos. Os prazos médios de pagamento, recebimento e inventários têm também a uma relação negativa e significativa com a performance. Concluem, também, que a dimensão da empresa está positivamente relacionada com a performance e que os rácios de liquidez e endividamento têm uma relação negativa.

Sobre a importância do Ciclo de Conversão de Caixa, **Attari e Raza**, publicam em 2012 um estudo de uma amostra de empresas paquistanesas cotadas, entre os anos de 2006 e 2010. A análise demonstra que existe uma correlação negativa entre o Ciclo de Conversão de Caixa e a dimensão da empresa, determinada pela dimensão do activo e pelo volume de vendas. Concluem que as empresas de maior dimensão fazem uma gestão mais eficiente do Ciclo de Conversão de Caixa. No que respeita à rentabilidade o estudo aponta para uma relação positiva entre o CCC e o ROA utilizando como variável de controlo o activo total, dando a entender que os gestores conseguem incrementar a rentabilidade aumentando o Ciclo de Conversão de Caixa. Esta relação é negativa quando a rentabilidade é determinada pelo ROE.

Num trabalho sobre as empresas cotadas em Singapura **Mansoori e Muhammad, 2012**. Encontram evidência de que a gestão do fundo de maneio afecta a performance e a liquidez das empresas e sugerem que o sector empresarial em que a empresa se insere afecta o impacto da gestão do fundo de maneio na performance. Os gestores podem melhorar a

performance reduzindo o tempo médio de recebimentos e o tempo médio dos inventários. Uma redução adicional dos prazos médios de pagamento pode reduzir a performance da empresa. A redução do Ciclo de Conversão de Caixa é benéfica para a performance.

O endividamento e o Ciclo de Conversão de Caixa e a sua relação com a performance são objecto de estudo de **Ajibolade e Sankay, 2013**, tendo por base uma amostra de 35 empresas industriais nigerianas, entre os anos 2011 e 2012. O estudo releva uma relação negativa entre o CCC e o endividamento, e o CCC tem uma relação inversa com a performance, mas pouco significativa. Por outro lado, o endividamento está relacionado positivamente com a performance e esta relação é significativa. Suportam que na acepção de Modiglianni e Miller (1963) poderá indicar que o valor da empresa será majorado em presença da combinação adequada de dívida e recursos próprios, o que é confirmado quando a regressão é estimada utilizado como variável explicativa a interacção do CCC e do endividamento. O estudo apresenta uma fragilidade na escassa extensão da amostra e na utilização de somente empresas industriais.

Caballero, Teruel e Solano, 2013. Utilizando um modelo GMM, numa amostra de empresas Inglesas, evidenciam que existe um ponto óptimo de investimento em Fundo de Maneio que maximiza a performance da empresa. As empresas com piores condições de acesso a crédito têm um ponto óptimo de investimento em Fundo de maneio mais baixo. Os gestores devem centrar as suas preocupações relativamente à gestão do CCC, evitando desvios face ao ponto em que maximizam a performance.

Num estudo bastante extensivo **Aktas, Croci e Dimitris, 2014**, analisam uma amostra de 15.541 empresas norte americanas por um período de 30 anos, entre 1982 e 2011, num total de 140.508 observações. Concluem que a gestão eficiente do CCC, a sua redução, está associada à melhoria da performance e está associada a uma maior flexibilidade financeira que possibilita a libertação de fundos para investimentos mais rentáveis. Este aumento da eficiência na gestão é mais importante em períodos de expansão. Os gestores devem evitar aplicar fundos no CCC para lá do ponto de maior eficiência, ou seja, aquele que maximiza a performance da empresa.

Tendo visto os autores que se debruçaram sobre o assunto de forma distinta e tendo delineado uma tendência de evolução no estudo, passamos no próximo capítulo a uma explicação da metodologia adoptada, aclarando o tratamento efectuado aos dados de forma a obtermos uma amostra consistente. Elencamos também as hipóteses de investigação, definimos as variáveis em estudo e os sinais esperados, que resultam da literatura. Por último dedicaremos algumas linhas à apresentação do modelo de regressão.

3. Metodologia

Até este ponto já procuramos expor a problemática associada ao dualismo gestão do fundo de maneiio e performance. Apresentamos os autores que nos serviram de inspiração no desenvolvimento do trabalho e nos orientaram para procurar uma abordagem diferente ao tema. Expusemos também as motivações para a elaboração deste trabalho. A súmula desta primeira fase é traduzida neste capítulo que expõe a metodologia aptada, fluindo da amostra até ao modelo de análise.

3.1 Amostra

Para investigar a rela o entre a performance e a gestão do fundo de maneiio foi selecionada uma amostra de empresas, PME de acordo com a classifica o da CE Commission Recommendation 2003/361/EC de 20 de Maio, com informa o disponibilizada na base de dados Amadeus do Bureau van Dijk. A classifica o de PME adptada respeita a empresas que, durante os anos em análise, têm mais de 10 trabalhadores e menos de 250, possuem um activo entre 10 e 43 milhões de euros ou um volume de negócio compreendido entre 10 e 50 milhões de euros. As microempresas não foram incluídas no estudo, por adoptarem, normalmente, formas de gestão que poderão desvirtuar a análise.

Foram recolhidos dados entre os anos de 2006¹ a 2012 de empresas de países europeus, cuja adesão ao espaço Euro foi efectuada no mesmo momento. A op o por esta selec o de países pretende afastar qualquer efeito provocado por diferentes períodos de experiência com as regras do espaço Euro. Desta forma   possível analisar um conjunto de empresas que partilham a mesma moeda mas estão inseridos em espaços geográficos e sócio-culturais distintos. Contudo, por via da adesão   União Europeia e ao Espaço Euro estão em concorrência, partilhando assim o mesmo espaço empresarial.

¹ O ano de 2006   necessário para calcular o crescimento das vendas no ano 2007.

Das empresas seleccionadas foram excluídas as que pertencem a sectores de actividade com especificidades sectoriais na gestão do fundo de maneio como o sector da construção civil, sector imobiliário, banca e serviços financeiros e sector empresarial do Estado (Deloof, 2003; Teruel e Solano, 2006). Dos dados seleccionados foram ainda filtrados os valores inconsistentes de activos e vendas. Obteve-se uma amostra de 35.817 empresas para um período de 6 anos, num total de 185.099 observações. Foram, ainda, retiradas da amostra as empresas da Áustria, Irlanda, Luxemburgo e Holanda por não serem representativas. Finalmente foram seleccionados os dados entre o percentil 1 e 99 de algumas variáveis no intuito de manter a consistência da amostra pela eliminação das observações extremas.

Os sectores de actividade respeitam a classificação NACE Rev.2, CAE REV.3² em Portugal, disponível na base de dados Amadeus. Da base de dados Eurostat foram obtidos os valores respeitantes ao crescimento do PIB entre os anos de 2007 e 2012.

3.2 Variáveis

O presente trabalho almeja verificar a relação entre a gestão do fundo de maneio e a rentabilidade da empresa, para um período de anos entre 2007 e 2012. A variável dependente mede a rentabilidade da empresa e consiste no retorno do activo (ROA), definido pela expressão ‘EBIT/Activo Total’ (Teruel e Solano, 2006; Azhagaiah Ramachandran e Janakiraman, 2009, Mansoori e Muhammad, 2012).

As variáveis independentes pretendem confrontar a gestão dos activos e passivos de curto prazo no ciclo de exploração da empresa e são: prazo médio de pagamento, prazo médio de recebimento e tempo médio de inventários. O prazo médio de pagamento (*acc_payables*) é definido pela expressão ‘(fornecedores/compras)*365. O prazo médio de recebimentos (*acc_receivables*) define-se por ‘(clientes/vendas)*365. O tempo médio de inventários (*inv*) expressa-se pelo rácio ‘(inventários/compras)*365’. (Teruel e Solano, 2007) Todos

² No anexo A estão listadas as classes CAE utilizadas no estudo.

estes rácios são expressos em dias de duração. (Deloof, 2003; Teruel e Solano, 2007; Joana, Martins e Brandão, 2011).

O prazo médio de pagamento expressa o tempo que medeia a aquisição e a recepção de um determinado fornecimento e tempo medio necessário para o liquidar. Reflecte a política de pagamentos da empresa, mas é também uma fonte de financiamento do ciclo produtivo. A empresa ao não efectuar de imediato a liquidação das aquisições necessárias às vendas não necessita despende fundos necessários a outras funções da empresa, nem necessita de recorrer a instituições financeiras para satisfazer de imediato as suas aquisições. Da mesma forma, esse crédito obtido pode ser aplicado em crédito a clientes, o prazo médio de recebimentos poderá ser utilizado como uma *proxy* da política comercial da empresa.

O tempo de duração de inventários reflecte a política de aquisições da empresa e é influenciado por vários factores, tão dispares quanto a disponibilidade das matérias e mercadorias, descontos por aquisição por grosso, necessidade de manter um inventário diversificado para satisfação da procura. A aplicação de capitais em inventários poderá exceder o tempo de crédito fornecido pelos fornecedores e a empresa ver-se-á na posição de ter de despende capital para aplicar em inventários, afectando negativamente a rentabilidade.

A medida da eficiência da gestão do fundo de maneo é aqui medida pelo conceito de Ciclo de Conversão de Caixa. O CCC mede o tempo que medeia entre o pagamento das mercadorias adquiridas e o recebimento dos clientes, expresso em dias. Quanto maior o CCC, maior necessidade de fundos é requerido para suportar a actividade cíclica da empresa e menor será a rentabilidade da empresa. (Deloof, 2003). O Ciclo de Conversão de Caixa capta de uma forma mais adequada as necessidades de liquidez da empresa (Richards e Laughlin, 1972)

De acordo com autores anteriores (deloof, 2003, Teruel e Solano, 2006;) o menor número de dias de contas a receber, contas a pagar e de duração inventários está negativamente relacionado com a performance das empresas. Por inerência da definição, ciclos de tesouraria mais longos, têm um efeito negativo na performance, por requerem a afectação

de uma maior quantidade de capital, que não pode ser alocada a investimentos mais rentáveis.

Tabela 1 - Descrição das variáveis

Variável	Definição	Fonte	Unidade	Sinal Esperado
ROA	Rentabilidade do Activo = $(EBIT/Activo) \times 100$	Amadeus		
CCC	Ciclo de Conversão de Caixa = $Acc_r + Inv - Acc_p$	Amadeus	dia	-
Acc_r	Prazo médio de recebimento = $(clientes/Vendas) \times 365$	Amadeus	dia	-
Acc_p	Prazo médio de pagamento = $(Fornecedores/Compras) \times 365$	Amadeus	dia	-
Inv	Tempo médio de inventários = $(Inventários/Compras) \times 365$	Amadeus	dia	-
SIZE	Dimensão = $\ln(Vendas)$	Amadeus		+
SGROW	Crescimento das vendas = $[(Vendas(n)-Vendas(n-1))/Vendas(n-1)] \times 100$	Amadeus		+
GDPGR	Crescimento do PIB	Comissão Europeia		+
DR	Rácio de endividamento = $(Passivo/Activo) \times 100$	Amadeus		+
CR	Rácio de Liquidez Geral (Activo Corrente/Passivo Corrente) $\times 100$	Amadeus		+
Country	País sede da empresa	Amadeus		
Year	Ano a que reportam os dados	Amadeus		
NACE	Código de actividade NACE REV.2, dois dígitos	Amadeus		

São ainda utilizadas variáveis de controlo que estão associadas à rentabilidade das empresas e que aqui são também consideradas. A dimensão da empresa medida pelo logaritmo natural das vendas (size); o crescimento das vendas (sgrow) expresso por $[(vendas_n - vendas_{n-1}) / vendas_{n-1}] \times 100$; liquidez geral, $(Activo\ Corrente / Passivo\ corrente) \times 100$. A dimensão medida pelo logaritmo natural das vendas permite ainda reduzir a heterocedasticidade e a existência de ‘outliers’ (Jose, Lancaster e Stevens, 1996).

As diferenças nacionais são controladas pela utilização de variáveis específicas, crescimento do PIB e a variável ‘dummy’ país (Country). Atendendo às diferenças sectoriais foi ainda considerada a variável NACE que representa o sector de actividade.

A Tabela 1 resume as variáveis, a sua expressão matemática, as fontes de informação consultadas e o sinal expectável de acordo com os autores anteriores.

3.3 Hipóteses de investigação

Procuramos aqui perceber se, tal como estudado por outros autores, existe uma relação explicativa entre a gestão do fundo de maneo e a performance da empresa. Para tal teremos de considerar as seguintes hipóteses de investigação.

H1 – Existe relação entre os factores do CCC e a performance das empresas definida pelo ROA:

H1a: Existe relação entre o CCC – Ciclo de Conversão de Caixa e a performance das empresas definida pelo ROA;

H1b: Existe relação entre o Acc_r – Contas a Receber de Clientes e a performance das empresas definida pelo ROA;

H1c: Existe relação entre o Acc_p – Contas a pagar a fornecedores e a performance das empresas definida pelo ROA;

H1d: Existe relação entre o INV – inventários e a performance das empresas definida pelo ROA;

H2 – Existe uma relação significativa entre a dimensão da empresa, definida pelo logaritmo natural das vendas e a performance da empresa definida pelo ROA.

3.4 Modelo

Para medir o efeito da gestão do fundo de maneio na performance das empresas propõe-se a utilização de uma regressão OLS das seguintes equações independentes:

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Acc_r_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SGROW_{it} + \beta_6 GDPGR_{it} + \gamma_{it} + p_{it} + s_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Inv_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SGROW_{it} + \beta_6 GDPGR_{it} + \gamma_{it} + p_{it} + s_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 Acc_p_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SGROW_{it} + \beta_6 GDPGR_{it} + \gamma_{it} + p_{it} + s_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ROA_{it} = \alpha + \beta_1 CCC_{it} + \beta_2 CR_{it} + \beta_3 DR_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 SGROW_{it} + \beta_6 GDPGR_{it} + \gamma_{it} + p_{it} + s_{it} + \varepsilon_{it}$$

Em que γ , p e s representam efeitos específicos, captados através de variáveis dummy, para o ano, país e sector de actividade.

Onde ROA é o retorno do activo, Acc_r o prazo médio de recebimento em dias, Acc_p o prazo médio de pagamento em dias, Inv o tempo médio de duração dos inventários, DR o rácio de endividamento e CR o rácio de liquidez geral, a dimensão da empresa é controlada pela variável SIZE, SGROW mede o crescimento das vendas e o ambiente económico é medido pelo GDPGR.

4. Resultados

Identificada a amostra, definido o modelo e elencadas as principais linhas de investigação, vamos apresentar neste capítulo os resultados, discutir os valores encontrados, confrontando-os com os resultados obtidos por outros autores. Na primeira parte dedicaremos algumas linhas às estatísticas descritivas, na segunda será apresentado o estudo do modelo proposto com quatro equações independentes, deixamos os testes de robustez para a terceira parte.

4.1 Estatísticas descritivas

A Tabela 2 apresenta os dados identificativos da amostra. Os dados apresentados para a globalidade da amostra indicam que em média a rentabilidade do activo é de 5,02%, as empresas demoram em médias 141 dias a pagar e 94 a receber e que mantêm os inventários durante 125 dias. O crescimento médio das vendas é de 3.06% entre os anos de 2007 e 2012.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

	ROA	CCC	ACC_P	ACC_R	INV	SIZE	SGROW	DR	CR
Média	5,02	78,13	141,27	94,44	124,96	16,14	3,06	63,41	175,97
Mediana	3,96	68,01	109,95	88,91	84,94	16,14	1,12	65,60	139,66
Máximo	271,55	1.233,83	999,98	379,61	999,34	21,25	70.916,07	2.235,17	999,85
Mínimo	-378,37	-975,25	0,00	0,00	0,00	10,88	-98,99	1,30	2,15
Desvio Padrão	9,51	168,10	129,49	61,95	133,46	0,84	170,59	24,62	119,11
Observações	185.099	185.099	185.099	185.099	185.099	185.099	185.099	185.099	185.099

Em linha com autores anteriores, os activos correntes das empresas em análise representam cerca de 69% do total do activo (Teruel e Solano, 2006), sendo que as PME francesas são as que maior percentagem de activos correntes detêm nos seus balanços, 75,22% do total do activo³. As contas a receber e os inventários correspondem a 53,4% do activo. Numa

³ Ver Anexo B.

análise sectorial, tendo por base a classificação NACE Rev.2 (CAE 3 em Portugal), o CAE55-serviços de alojamento, tem a menor proporção de ACC_R, INV e activos correntes, e o CAE33-reparação e manutenção de máquinas e equipamentos é o sector com maior proporção de activos correntes, enquanto o sector CAE46-comércio grossista tem a maior proporção de inventários e contas a receber. Os outros activo não correntes, essencialmente participações sociais, fundos de pensões e outros de carácter financeiro, são em média 4,35% do total do activo.

É também de notar que a ROA apresenta uma diminuição ao longo dos anos, a média da amostra regista em 2007 de 7,48%, diminuindo para 3.28% em 2012. A redução para menos de metade do valor registado antes do início da crise soberana poderá indiciar que o ambiente económico é relevante para a performance das empresas.

Tratando-se de pequenas e médias empresas a dimensão poderá apresentar variações relevantes, pelo que a caracterização da amostra não pode passar sem a sua observação.

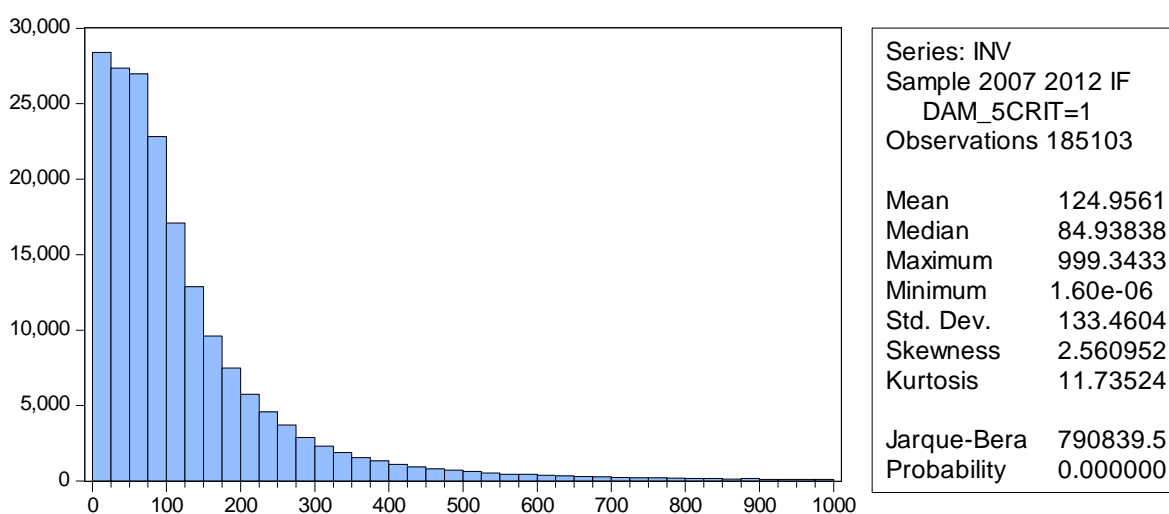


Gráfico 1 - Histograma - Inventários expresso em dias

A Tabela 3 resume a distribuição por quartis da variável SIZE, que mede a dimensão da empresa pelo logaritmo natural das vendas anuais. Os resultados demonstram uma influência da dimensão da empresa no indicador de performance, as empresas de maior dimensão têm melhor ROA, o prazo médio de recebimento e pagamento é menor, em linha com as conclusões de Deloof em 2009 e Jose et al em 1996, e o Ciclo de Conversão de

Caixa é igualmente menor. O rácio de endividamento menor suportará a ideia de melhores condições de acesso a crédito, das empresas de maior dimensão, o que poderá significar que estas empresas aproveitam melhor as oportunidades oferecidas pelos fornecedores para prazos de pagamento mais curtos.

Os resultados da matriz de correlações estão em linha com os autores anteriores (Deloof, 2003, Teruel e Solano, 2006, Garcia, Martins e Brandão, 2012, Mansoori e Muhammad, 2012). O CCC e os seus componentes (acc_p, acc_r e inv) e o endividamento têm uma relação negativa com a performance, medida pelo ROA. Das correlações observadas, os gestores podem melhorar a performance da empresa reduzindo a duração do Ciclo de Conversão de Caixa. É também negativa a relação entre o endividamento e a performance, indiciando que níveis mais elevados de endividamento estão associados a perda de performance.

Tabela 3 – Estatísticas descritivas, distribuição por quartis.

Distribuição por quartis da dimensão da empresa definida pela variável SIZE (logaritmo natural do volume de vendas anual)				
	Quartil			
	I	II	III	IV
ROA	3,47	4,66	5,45	6,47
CCC	86,97	80,56	76,72	68,48
ACC_P	178,09	151,78	133,20	102,91
ACC_R	104,49	99,33	94,22	79,98
INV	160,57	133,01	115,71	91,41
SGROW	-1,87	1,25	5,44	7,28
DR	61,97	62,27	63,87	65,49
CR	186,44	181,41	171,70	164,58
Observações	45.572	46.334	46.537	46.656

A tabela de correlações confirma, também, as deduções de Attari e Raza, 2012, o CCC tem uma relação negativa com a dimensão da empresa, indiciando que a dimensão permite melhorar a gestão do Ciclo de Conversão de Caixa.

A relação negativa entre o ROA e o prazo médio de pagamentos confirma as deduções de Deloof (2003), segundo as quais as empresas com menor performance demoram mais tempo a pagar as suas contas. É também observável pela correlação positiva que o crescimento das vendas e a melhoria do ambiente económico proporcionado pelo crescimento do PIB são benéficos para a performance.

Tabela 4 – Matriz de correlações

		ROA	CCC	ACC_P	ACC_R	INV	SIZE	SGROW	DR	CR	GDPGR
ROA	Corr.	1,000									
	Est.-t	-----									
	Prob.	-----									
CCC	Corr.	-0,071	1,000								
	Est.-t	-30,595	-----								
	Prob.	0,000	-----								
ACC_P	Corr.	-0,084	-0,471	1,000							
	Est.-t	-36,059	-229,910	-----							
	Prob.	0,000	0,000	-----							
ACC_R	Corr.	-0,083	0,273	0,302	1,000						
	Est.-t	-35,994	122,096	136,370	-----						
	Prob.	0,000	0,000	0,000	-----						
INV	Corr.	-0,132	0,676	0,236	0,173	1,000					
	Est.-t	-57,154	394,188	104,661	75,524	-----					
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000	-----					
SIZE	Corr.	0,129	-0,049	-0,241	-0,166	-0,218	1,000				
	Est.-t	55,850	-21,110	-106,785	-72,477	-96,267	-----				
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-----				
SGROW	Corr.	0,020	-0,007	-0,001	-0,003	-0,008	0,021	1,000			
	Est.-t	8,771	-2,797	-0,378	-1,259	-3,306	9,144	-----			
	Prob.	0,000	0,005	0,705	0,208	0,001	0,000	-----			
DR	Corr.	-0,247	-0,121	0,142	0,027	-0,027	0,063	0,012	1,000		
	Est.-t	-109,848	-52,398	61,754	11,538	-11,562	27,033	5,216	-----		
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-----		
CR	Corr.	0,154	0,229	-0,158	0,041	0,116	-0,073	-0,011	-0,613	1,000	
	Est.-t	67,207	101,232	-68,872	17,738	50,247	-31,291	-4,633	-333,407	-----	
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-----	
GDPGR	Corr.	0,120	-0,066	-0,072	-0,102	-0,106	0,077	0,036	0,014	-0,023	1,000
	Est.-t	52,108	-28,454	-31,268	-43,968	-45,978	33,123	15,345	5,918	-9,791	-----
	Prob.	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	-----

Uma análise mais detalhada é efectuada nos anexos B a D. Nestes mapas poderemos observar com maior minúcia as diferentes variáveis por sector de actividade, por país e por sector de actividade país. É notório, pela análise dos mapas, a diferenças entre os diversos países e sectores de actividade.

As empresas finlandesas são as que demoram menos tempo a pagar, demoram em média 58 dias; enquanto as empresas italianas demoram em média 178 dias para efectuarem os pagamentos dos fornecimentos. Ao nível do sector de actividade, o CAE 78–Actividades de Emprego, necessita de apenas 16 dias para liquidar os seus fornecimentos enquanto o CAE 37–Recolha, Drenagem e Tratamento de Águas Residuais tem um prazo médio de pagamento de 543 dias. Já no que respeita a prazos de recebimento, as empresas alemãs apresentam um prazo médio de 31 dias enquanto as empresas portuguesas demoram 118 dias a receber dos seus clientes. Já o CAE 56–Restauração e Similares apresenta o prazo recebimento mais curto, cerca de 34 dias, enquanto no extremo temos o CAE–37 com o prazo de recebimento mais longo, 143 dias.

4.2 Análise multivariada

Para melhor estudar a relação entre o Ciclo de Conversão de Caixa e os seus componentes foram elaboradas regressões das funções propostas. A Tabela 5 sintetiza a estimação pelo método dos mínimos quadrados ordinários das quatro funções, com e sem utilização de variáveis ‘dummy’ para o ano, país e sector de actividade. Ambas as regressões são estatisticamente significativas globalmente.

Os resultados vão ao encontro da literatura. O CCC tem uma relação inversa e significativa com o ROA, os gestores podem incrementar a performance reduzindo o número de dias do Ciclo de Conversão de Caixa e confirma as conclusões de Deloof (2003), segundo as quais o período do Ciclo de Conversão de Caixa poderá ser suficientemente longo para originar uma degradação da performance da empresa. O tempo de permanência dos inventários e o tempo médio de recebimentos têm também uma relação inversa e significativa com a performance. De acordo com autores anteriores, a redução das aplicações de fundos em inventários e em crédito a clientes é benéfica para os resultados da empresa. Também a relação entre o prazo médio de pagamentos apresenta também uma relação inversa e significativa com a performance e estão de acordo com as conclusões de Deloof (2003) que as empresas com menor performance esperam mais tempo para pagar as suas contas.

Demonstra-se, também, que o endividamento tem uma relação inversa e significativa com a performance, corroborando as conclusões de Raheman e Nasr (2007), resultando daqui que um acréscimo do endividamento em 1 ponto percentual tem um efeito de 0,1 pontos percentuais no ROA.

Tabela 5 – ROA – Modelo explicativo I

Variável dependente ROA definida por (EBIT/Activo). Panel Least Squares. A coluna I apresenta os resultados sem variáveis dummy, a coluna II inclui variáveis dummy para controlo dos efeitos temporais, país e sector de actividade.

	I				II			
C	-13,4867	-11,9839	-9,3189	-13,2733	-13,0800	-12,6770	-9,3157	-12,9470
ACC_P	-0,0004 **	----	----	----	-0,0021 ***	----	----	----
ACC_R	----	-0,0069 ***	----	----	----	-0,0084 ***	----	----
INV	----	----	-0,0075 ***	----	----	----	-0,0086 ***	----
CCC	----	----	----	-0,0054 ***	----	----	----	-0,0057 ***
CR	0,0011 ***	0,0015 ***	0,0024 ***	0,0030 ***	0,0004	0,0008 ***	0,0017 ***	0,0021 ***
DR	-0,0959 ***	-0,0945 ***	-0,0929 ***	-0,0949 ***	-0,1067 ***	-0,1056 ***	-0,1046 ***	-0,1062 ***
SIZE	1,5236 ***	1,4581 ***	1,2938 ***	1,5078 ***	1,7610 ***	1,5922 ***	1,4058 ***	1,5904 ***
SGROW	0,0009 ***	0,0009 ***	0,0009 ***	0,0009 ***	0,0008 ***	0,0008 ***	0,000814 ***	0,0008 ***
GDPGR	0,4258 ***	0,4119 ***	0,3918 ***	0,4058 ***	0,2314 ***	0,2306 ***	0,2178 ***	0,2165 ***
Year		Não				Sim		
County		Não				Sim		
NACE		Não				Sim		
R2	0,10	0,10	0,11	0,10	0,14	0,14	0,15	0,14
F-Statistic	3249,21	3321,48	3642,88	3576,07	377,12	381,73	413,49	399,92
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

* - estatisticamente significante a 10%

** - estatisticamente significante a 5%

*** - estatisticamente significante a 1%

Quando utilizamos as variáveis de controlo do sector de actividade, ano e país, mantemos a mesma relação inversa e significativa para o CCC e os seus componentes. É também notório que a expressão dos coeficientes das variáveis explicativas associados ao Ciclo de Conversão de Caixa aumenta e podemos daqui deduzir que os efeitos ano, industria e país influenciam da gestão do fundo de maneo na performance. Em ambos os modelos é notória a importância da dimensão da empresa e do ambiente económico, traduzidos pelas

variáveis SIZE e GDPGR. A relação positiva e significativa entre a dimensão da empresa (SIZE) medida pelo logaritmo natural das vendas está de acordo com as conclusões de Garcia et al. (2012) e Shine Soenen (1998), e que o aumento das vendas é benéfico para a performance, o que também é confirmado quando analisamos o indicador de crescimento das vendas cuja relação com o ROA é positiva e significativa.

Tabela 6 – ROA – Modelo explicativo II

Variável dependente ROA definida por (EBIT/Activo). Panel Least Squares with Cross-section fixed effects.				
C	-141,8430	-143,4940	-134,8782	-140,6939
ACC_P	-0,0016 ***	---	---	---
ACC_R	---	0,0006	---	---
INV	---	---	-0,0054 ***	---
CCC	---	---	---	-0,0021 ***
CR	-0,0036 ***	-0,0034 ***	-0,0031 ***	-0,0031 ***
DR	-0,1222 ***	-0,1228 ***	-0,1224 ***	-0,1229 ***
SIZE	9,6376 ***	9,7219 ***	9,2288 ***	9,5586 ***
SGROW	0,0003 ***	0,0003 ***	0,0003 ***	0,0003 ***
GDPGR	0,2621 ***	0,2630 ***	0,2492 ***	0,2593 ***
Year			Não	
County			Não	
NACE			Não	
R2	0,69	0,69	0,69	0,69
F-Statistic	10,42	10,41	10,45	10,42
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00

* - estatisticamente significativa a 10%

** - estatisticamente significativa a 5%

*** - estatisticamente significativa a 1%

A variabilidade entre empresas poderá estar afectada por diferenças regional e por diferenças entre sectores de actividade. A Tabela 6 apresenta a regressão linear com efeitos fixos seccionais, entende-se assim que as diferenças são intrínsecas à própria empresa. O teste Hausman aconselha também estimação com efeitos fixos.

O modelo apresentado na Tabela 6 é estatisticamente significativo globalmente, contudo a variável tempo médio de recebimentos (ACC_R) não é estatisticamente significativa na explicação da rentabilidade.

O modelo GLS, com efeitos fixos seccionais, apresentado na Tabela 7 permite-nos lidar com a heterocedasticidade. O coeficiente da variável CCC, com um coeficiente estimado de -0,0048, é estatisticamente significativa a 1% e traduz que um dia de redução no ciclo de conversão de caixa representa um aumento do ROA em 0.0048 pontos. São também significativas as relações inversas entre o ROA e os componentes do CCC. Ao contrário de autores anteriores o rácio de liquidez geral apresenta um sinal positivo e estatisticamente significativo, a explicação poderá passar pela necessidade das empresas, face a uma menor disponibilidade de crédito, manterem maiores reservas de fundos (Teruel e Solano, 2004), o que influencia o rácio.

A Tabela 8 distribui as empresas em quartis de acordo com a sua dimensão, sendo o primeiro quartil o das empresas de menor dimensão e o 4º as empresas de maior dimensão. Podemos observar que a dimensão é relevante na relação entre o CCC e o ROA. O coeficiente é 48% maior nas empresas de maior dimensão. Do mesmo modo as empresas maiores captam melhor a evolução favorável do ambiente económico. Em todos os anos da amostra a relação entre a evolução temporal e a performance é negativa, significando que o ambiente económico deste ano não tem sido favorável à rentabilidade das PME.

Se atendermos à Distribuição da Tabela 8 é notório que as PME de maior dimensão foram menos afectadas do que as menores, tanto nos primeiros anos de crise 2008 e 2009, como nos anos após o inicio da crise da dívida soberana que afectou a Zona Euro. Em 2012, o coeficiente das empresas do 4º quartil é positivo e estatisticamente significativo.

Tabela 7 – ROA – Efeito Temporal

Variável dependente ROA definida por (EBIT/Activo). Panel EGLS (Cross-section weights). A estimação inclui a variável dummy 'Year' (ano) para avaliar o efeito temporal relativo ao ano base de 2007.

C	-9,7159	-9,8918	-5,5557	-9,9947
ACC_P	-0,0006 ***	---	---	---
ACC_R	---	-0,0052 ***	---	---
INV	---	---	-0,0070 ***	---
CCC	---	---	---	-0,0048 ***
CR	0,0015 ***	0,0027 ***	0,0042 ***	0,0049 ***
DR	-0,0852 ***	-0,0757 ***	-0,0779 ***	-0,0848 ***
SIZE	1,3260 ***	1,2919 ***	1,0440 ***	1,3372 ***
SGROW	0,0099 ***	0,0066 ***	0,0062 ***	0,0060 ***
GDPGR	0,4603 ***	0,3141 ***	0,3394 ***	0,2363 ***
Year=2008	-0,8883 ***	-0,6586 ***	-0,7047 ***	-1,4112 ***
Year=2009	-0,1161 ***	-0,5341 ***	-0,4051 ***	-1,3466 ***
Year=2010	-2,9746 ***	-2,4050 ***	-2,4719 ***	-2,7478 ***
Year=2011	-2,6307 ***	-2,3009 ***	-2,1925 ***	-2,6486 ***
Year=2012	-2,1086 ***	-2,2097 ***	-2,1001 ***	-2,7706 ***
R2	0,77	0,55	0,67	0,90
F-Statistic	55338,96	20588,00	34387,89	146332,50
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00

*- estatisticamente significante a 10%

** - estatisticamente significante a 5%

*** - estatisticamente significante a 1%

Na Tabela 9 é efectuada a estimação tendo em conta a indústria e a sua localização, foram seleccionados os sectores com mais de 5.000 observações. Em todos os sectores de actividade, a localização em Espanha apresenta-se desvantajosa, excepto no caso do CAE 10 e CAE 20, onde Portugal e a Finlândia são localizações menos favoráveis. Por outro lado, a Alemanha apresenta-se como a localização mais vantajosa para os CAE 10 (não estatisticamente significante), 20, 22, 45, 46 e 47. A localização na Finlândia é mais vantajosa para os CAE 23, 35 e 28.

Tabela 8 – ROA por dimensão da empresa

Variável dependente ROA definida por (EBIT/Activo). Panel EGLS (Cross-section weights). Os resultados são confrontados com a dimensão das empresas e estão agrupadas em quartis, tendo por base a distribuição da variável SIZE. A variável dummy 'YEAR' (Ano) pretende captar o efeito temporal, face ao ano base de 2007.

	I	II	III	IV
C	-25,1128	-15,1702	-8,5881	-4,6311
CCC	-0,0037 ***	-0,0045 ***	-0,0058 ***	-0,0055 ***
Year=2008	-0,8227 ***	-0,8922 ***	-1,8231 ***	-0,6911 ***
Year=2009	-0,7510 ***	-1,1555 ***	-1,6676 ***	-0,1675 ***
Year=2010	-3,2140 ***	-2,9372 ***	-2,7963 ***	-2,1066 ***
Year=2011	-3,0065 ***	-2,9020 ***	-2,7600 ***	-1,8014 ***
Year=2012	-3,1230 ***	-3,0432 ***	-2,9976 ***	1,8187 ***
R2	0,86	0,99	0,99	0,76
F-Statistic	24616,91	309357,30	333835,60	13482,53
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00

* - estatisticamente significante a 10%
 ** - estatisticamente significante a 5%
 *** - estatisticamente significante a 1%

Tabela 9 – ROA por sector de actividade e por país.

Análise sectorial

Variável dependente ROA definida por (EBIT/Activo). Estimação efectuada pelo metodo de regressão linear ordinária. BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal. Os sectores são os seguintes: 10 - INDÚSTRIAS ALIMENTARES; 20 - FABRICAÇÃO DE PRODUTOS QUÍMICOS E DE FIBRAS SINTÉTICAS OU ARTIFICIAIS, EXCEPTO PRODUTOS FARMACÊUTICOS; 22 - FABRICAÇÃO DE ARTIGOS DE BORRACHA E DE MATÉRIAS PLÁSTICAS; 23 - FABRICAÇÃO DE OUTROS PRODUTOS MINERAIS NÃO METÁLICOS; 25 - FABRICAÇÃO DE PRODUTOS METÁLICOS, EXCEPTO MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS; 28 - FABRICAÇÃO DE MÁQUINAS E DE EQUIPAMENTOS, N.E.; 45 - COMÉRCIO, MANUTENÇÃO E REPARAÇÃO, DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS E MOTOCICLOS; 46 - COMÉRCIO POR GROSSO, EXCEPTO VEÍCULOS AUTOMOVEIS; 47 - COMÉRCIO A RETALHO, EXCEPTO DE VEÍCULOS AUTOMÓVEIS E MOTOCICLOS

NACE	C	CCC	CR	DR	SIZE	SGROW	GDPGR	DE	ES	FI	FR	IT	PT
Geral	-143,4719 ***	-0,0048 ***	0,0027 ***	-0,1021 ***	1,6190 ***	0,0009 ***	0,3991 ***	1,5632 ***	-2,3235 ***	1,1708 ***	0,7643 ***	0,0944 ***	0,0558 ***
CAE 10	-8,3860 ***	-0,0051 ***	0,0025 ***	-0,1129 ***	1,2621 ***	0,0177 ***	0,0301 ***	1,3298 ***	-1,1609 ***	0,1054 ***	0,0303 ***	-0,3172 ***	-1,1845 ***
CAE 20	-3,7900 ***	-0,0094 ***	-0,0009 ***	-0,1553 ***	1,2605 ***	0,0036 **	0,2954 ***	5,4135 ***	-2,5298 ***	-4,6414 *	-0,1429 ***	-0,2149 ***	-0,1114 ***
CAE 22	-9,4260 ***	-0,0103 ***	0,0039 ***	-0,1078 ***	1,2064 ***	0,0405 ***	0,1887 ***	7,2254 ***	-0,3883 ***	3,1824 ***	3,8958 ***	1,6388 ***	2,6808 ***
CAE 23	-16,5094 ***	-0,0056 ***	0,0031 **	-0,0653 ***	1,4769 ***	0,0630 ***	0,3493 ***	1,5390 ***	-0,1034 ***	3,5181 ***	3,3878 ***	0,4362 ***	0,5803 ***
CAE 25	-15,7795 ***	-0,0064 ***	0,0009 ***	-0,1060 ***	1,7516 ***	0,0113 ***	0,4290 ***	0,1406 ***	-1,9010 ***	3,0484 ***	1,0643 ***	0,6704 **	1,2653 ***
CAE 28	-20,8186 ***	-0,0117 ***	0,0121 ***	-0,0533 ***	1,7934 ***	0,0213 ***	0,3146 ***	3,1769 ***	-0,9834 **	3,6064 ***	-0,1562 ***	1,0798 ***	1,4711 ***
CAE 45	-11,2759 ***	-0,0021 ***	0,0031 ***	-0,1002 ***	0,7538 ***	0,0669 ***	0,2547 ***	2,4905 ***	-2,9831 ***	-1,0827 **	0,0477 ***	-0,5642 ***	-1,4196 ***
CAE 46	-4,0700 ***	-0,0073 ***	-0,0016 ***	-0,1299 ***	1,2494 ***	0,0441 ***	0,3432 ***	0,9724 **	-3,3537 ***	-0,4925 ***	-1,3491 ***	-0,8368 ***	-1,2240 ***
CAE 47	-9,8936 ***	-0,0073 ***	0,0007 ***	-0,1158 ***	1,5075 ***	0,0463 ***	0,2795 ***	6,0297 ***	-3,3992 ***	1,1355 **	1,6545 ***	-1,9242 ***	-1,3328 ***

* - estatisticamente significante a 10%
 ** - estatisticamente significante a 5%
 *** - estatisticamente significante a 1%

As assimetrias regionais, verificadas na Tabela 9, levam-nos a entender que na sua origem poderão estar factores que não são explicados nos modelos e que ultrapassam as questões relativas à gestão de fundo de maneiio, da estrutura de capitais e do ambiente económico expresso pelo crescimento do PIB.

4.3 Testes de robustez

Tabela 10 – Modelo explicativo do GOP.

Variável dependente Gross_Profit definida por ((Vendas-custo das vendas)/(activo-activos não correntes financeiros))*100. Panel Least Squares with Cross-section fixed effects.				
C	-162,2662	-98,7904	-156,0284	-144,6081
ACC_P	-0,0059 ***	---	---	---
ACC_R	---	-0,1491 ***	---	---
INV	---	---	-0,0072 ***	---
CCC	---	---	---	-0,0187 ***
CR	-0,0095 ***	-0,0095 ***	-0,0085 ***	-0,0058 ***
DR	-0,0487 ***	-0,0248 ***	-0,0497 ***	-0,0507 ***
SIZE	14,3307 ***	11,1224 ***	13,9341 ***	13,2238 ***
SGROW	0,0012 ***	0,0012 ***	0,0012 ***	0,0012 ***
Year			Sim	
Country			Não	
NACE			Não	
R2	0,91	0,91	0,91	0,91
F-Statistic	46,24	49,34	46,59	46,24
P-Value	0,00	0,00	0,00	0,00

* - estatisticamente significante a 10%

** - estatisticamente significante a 5%

*** - estatisticamente significante a 1%

Até aqui temos utilizado a rentabilidade do activo (ROA) como variável dependente, com resultados estatisticamente significantes e explicativos da problemática da gestão do fundo de maneo. Os autores não são unânimes na definição de uma variável dependente que capte adequadamente a performance da empresa. José et al, 1996, utilizam o ROE e o ROA como variável dependente, alegam que o objectivo é captar o efeito da estrutura financeira utilizando o ROE e a performance operacional através do ROA. Deloof, 2003, e Garcia et al, 2012, utilizam como variável dependente o Gross Operating Profit (GOP) dividido pelo total do activo deduzido dos activos financeiros. A opção pela não utilização do ROA como variável dependente visa excluir os ganhos financeiros da análise, centrando-a na actividade operacional. Terual e Solano, 2006, bem como Mansori e Muhammad, 2012, utilizam o ROA definido por EBIT/Activo os resultados são idênticos aos de autores anteriores.

Assim, não é de esperar que alterando a variável dependente se obtenham resultados díspares. A Tabela 10 resume as estimações efectuadas utilizando a mesma amostra, numa regressão GLS com efeitos fixos seccionais e com Gross Operating Profit a dividir pelo activo deduzido dos activos financeiros não correntes. Os resultados são idênticos aos obtidos nas análises anteriores: a gestão do fundo de maneo influencia a performance da empresa.

5. Conclusão

Foi realçada a importância da gestão do fundo de maneiio como uma ferramenta importante para a performance das pequenas e médias empresas. Da mesma forma, é perceptível que existem diferenças entre as empresas dos diferentes países da zona euro, bem como diferenças entre os sectores de actividade. No essencial tentamos reforçar a ideia de que a par das decisões de longo prazo, as decisões de curto-prazo também são relevantes. E estas decisões são uma parte importante do dia-a-dia da empresa. Ao gestor financeiro cabe a gestão dos recursos de curto-prazo tais como inventários, contas a pagar e contas a receber.

Vimos também que existe um equilíbrio sensível nas diversas opções de gestão curto-prazo. Um nível elevado de inventários tem subjacente um aporte mais elevado de fundos, mas poderá também ser reflexo de uma oportunidade de mercado que reside num desconto maior na aquisição de quantidades elevadas, ou poderemos estar ainda perante um mercado com actividade sazonal, a montante, que acarreta a necessidade de criar inventários elevados num dado momento para satisfazer a procura de médio-prazo, ou tratar-se de uma oferta diversificada que impõe a manutenção de uma grande variedade de artigos. Nas contas a pagar temos uma oportunidade de financiamento menos exigente, que requer menos formalidades (ao contrário da banca) e que obvia os problemas de agência, já que os fornecedores mantêm uma relação mais próxima e informada da empresa. Contudo, os prazos demasiado alargados poderão acarretar custos mais elevados e a perda da oportunidade de descontos financeiros obtidos na liquidação em prazos mais curtos. Do mesmo modo a concessão de prazos de pagamento mais alargados aos nossos clientes poderá ser um incentivo para o incremento das vendas, no entanto esta política acarreta custos para a empresa que terá de encontrar os fundos necessários para financiar os clientes.

Definimos o Ciclo de Conversão de Caixa (CCC) como a nossa variável explicativa que mede a eficiência da gestão do fundo de maneiio. Pelos autores estudados constatamos que esta variável, CCC, capta a essência da eficiência da gestão do fundo de maneiio de uma forma simples, objectiva e facilmente perceptível. CCC mais longos poderão corresponder a uma menor eficiência na gestão do fundo de maneiio, ciclos mais curtos significam que a

empresa tem de afectar menores volumes de capital no curto-prazo, liberando recursos para outros investimentos mais eficientes.

Abordamos também as dificuldades encontradas pelas pequenas e médias empresas no acesso ao crédito bancário, quando comparadas com empresas de grande ou muito grande dimensão. Parte desta dificuldade de acesso deriva da informação disponibilizada aos 'stakeholders', mais eficiente para as empresas de maior dimensão e empresas cotadas em bolsa.

Ao longo da realização deste trabalho estudamos os autores que nos antecederam, na procura de alento para uma abordagem que consideramos inovadora, a análise das empresas de pequena e média dimensão que operam na União Europeia e partilham uma mesma moeda, o EURO. Os autores elencados constituem a base da nossa inspiração para a metodologia adoptada. Mais autores haveria a considerar, contudo, estes representam linearmente a evolução até ao ponto que pretendemos explorar.

Propusemo-nos a investigar a gestão do fundo de maneio e a sua influência nos resultados, para tal seleccionamos uma amostra de empresas de pequena de média dimensão, europeias, pertencentes à Zona Euro e com dados de 2006 a 2007. Dos resultados obtidos podemos concluir que a gestão do fundo de maneio tem uma relação inversa e significativa com a performance medida pelo ROA. Observamos também que a dimensão da empresa é relevante, as empresas de maior dimensão conseguem obter um impacto maior da redução do Ciclo de Conversão de Caixa e aproveitam melhor o ambiente económico; do mesmo modo verificamos que o crescimento das vendas também tem um efeito positivo e significativo na performance. No seguimento da literatura concluímos que os gestores podem melhorar a performance das empresas reduzindo o Ciclo de Conversão de Caixa; que a redução do prazo médio de pagamentos e do tempo médio de manutenção de inventários aumenta a performance; e que a redução do prazo médio de pagamentos também melhora o ROA.

A localização das empresas é determinante para melhorar para a performance, mas esta melhoria está associada aos sectores de actividade. *Ceteris Paribus*, os gestores melhoram

a performance conjugando a gestão do fundo de maneio e a localização da empresa num determinado sector de actividade.

O presente trabalho foi realizado com o objectivo de observar as empresas europeias agindo num mercado comum, aberto, com uma moeda única, sendo as barreiras constituídas na essência por factores políticos e sócio-culturais intrínsecos a cada um dos países. Os resultados apresentados deixam ainda muitas duvidas por esclarecer e que poderão ser melhor tratados em investigações futuras. Uma análise mais profunda sobre cada um dos sectores de actividade pode relevar diferenças competitivas entre cada um dos países e esclarecer por que razão as empresa de um determinado sector têm melhor performance num dado país. Essas razões poderão ter muitas origens, poderão estar relacionadas com o ambiente competitivo do sector bancário, poderemos estar em face de políticas fiscais, laborais ou de gestão pública mais eficientes. É de toda a importância perceber as razões que levam a diferenças tão substanciais entre as localizações geográficas sob uma mesma moeda.

A amostra utilizada na elaboração do presente trabalho abrangeu um período económico que se caracterizou por uma elevada volatilidade tanto na Europa como nos mercados externos. Os resultados associados ao rácio de liquidez geral não estão em linha com trabalhos anteriores, pelo que importará averiguar se em estudos similares se comprova que o rácio de liquidez geral tem uma relação positiva com a performance.

BIBLIOGRAFIA

Afrifa G. A., 2013, "Working Capital Management Practices and Profitability of AIM Listed SMEs" (October 17, 2013)", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2341729>.

Ajibolade S. O. and Sankay O. C., 2013, "Working Capital Management and Financing Decision: Synergetic Effect on Corporate Profitability", *International Journal of Management, Economics and Social Sciences*, Vol. 2(4), 233 -251.

Aktas N., Bodt E., Lobez F. and Statnik J. C., 2012, "The information content of trade credit", *Journal of Banking & Finance* 36, 1402–1413.

Aktas N., Croci E., Petmezas D., 2014, "Is Working Capital Management Value-Enhancing? Evidence from Firm Performance and Investments", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2337207>.

Attari M. A., Raza K., 2012, "The Optimal Relationship of Cash Conversion Cycle with Firm Size and Profitability", *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, Vol. 2, No. 4, 189-203.

Belt B., 1979, "Working Capital Policy and Liquidity in the Small Business", *Journal of Small Business Management*, 17, 3, 43-51, ISSN: 00472778.

Caballero S. B, Teruel P. J. G., Solano P. M., 2012, "How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs?", *Small Business Economics*, Vol. 39-2, 517-529.

Caballero S. B, Teruel P. J. G., Solano P. M., 2013, "Working capital management, corporate performance, and financial constraints", *Journal of Business Research*, Volume 67-3 , 332-338.

Deloof, M., 2003, "Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?" *Journal of Business Finance & Accounting*, 30: 573–588.

Donaldson G., 1961, "Corporate Debt Capacity: A study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity", Harvard University, Cambridge, Mass.

Fisman R., Love I., 2003, "Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth", *The Journal of Finance*, Vol. 58, No. 1, (Feb., 2003), pp. 353-374.

Garcia, J. L. and Martins, F. V. and Brandão, E., The Impact of Working Capital Management Upon Companies' Profitability: Evidence from European Companies (November 23, 2011). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2165210>

- Gentry J. A., 1979, "Management Perceptions of the Working Capital Process", College of Commerce and Business Administration, University of Illinois at Urbana-Champaign, BEBR No. 352.
- Holton S., Lowless M., McCan F., 2014, "Firma credit in the Euro area: tale of three crisis", *Applied Economics*, 46:2, 190-211.
- Howorth C., Westhead P., 2003, "The Focus of Working Capital Management in UK Small Firms", *Management Accounting Research*, Vol. 14-2, 94-111.
- Jose M. L., Lancaster C., Stevens J. L., 1996, "Corporate Returns and Cash Conversion Cycles", *Journal of economics and Finance*, Vol. 20-1, 33-46.
- Kieschnick R., Laplante M., Moussawi R., 2013, "Working Capital Management and Shareholders' Wealth", *Review of Finance* (2013) 17: pp. 1827–1852.
- Kling G., Paul S. Y., Gonis E., 2014, "Cash holding, trade credit and access to short-term bank finance.", *International Review of Financial Analysis*, 32, 123-131.
- Knauer T., Wöhrmann A., "Working capital management and firm profitability, *Journal of Management Control* May 2013, Volume 24, Issue 1, pp 77-87.
- Ma Y., Lin S., 2010, "'Credit Crunch' and small-and-medium-sized enterprises: aspects affecting survival", *Journal of Financial Services Marketing*, Vol.14 - 4, 290-300.
- Maddala G.S., 2003, "Introdução à econometria", LTC - Livros Técnicos e Científicos.
- Mansoori E., Muhammad D. J., 2012, "The Effect of Working Capital Management on Firm's Profitability: Evidence from Singapore", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4 - 5, 472-486.
- Meltzer, A.H., 1960, "Mercantile Credit, Monetary Policy and Size of Firms" *Review of Economics and Statistics*, 42(4), 429-443.
- Meyers S.C., 1977, "Determinantes of corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, 5: 146-175.
- Modigliani F., and Miller M. H., 1958, "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment", *The American Economic Review* 48, n°3 (june 1958), 261-297.
- Nobanee H., Abdullatif M., AlHajjar M., 2011 "Cash conversion cycle and firm's performance of Japanese firms", *Asian Review of Accounting*, Vol. 19 Iss: 2, pp.147 – 156.
- Padachi K., Narasimhan M. S., Durbarry R., Howorth C., 2008, "An Analysis of Working Capital Structure and Financing Pattern of Mauritian Small Manufacturing Firms", *ICFAI Journal of Applied Finance*, 14-7, 41-62.

Raheman A., Nasr M., 2007, "Working capital profitability – case of Pakistani firms", *International Review of Business Research Papers*, Vol.3-1, 279-300.

Rayn R. M., O'Toole C. M., McCann F., 2014, "Does bank market power affect SME financing constraints?", *Journal of Banking and Finance*, 49, 495-505.

Richards V.D., Laughlin E.J., 1972, "A Cash Conversion Cycle Approach to Liquidity Analysis. *Financial Management*", 9-1, 32-38, ISSN: 00463892.

Sagan J., 1955, "Toward a Theory of Working Capital Management", *Journal of Finance*. 10-2, 121-129, ISSN: 00221082.

Shin H. H., Soenen L., 1998, "Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability" *Financial Practice & Education*, 8, 2, 37-45. ISSN: 10820698.

Solano P. M., Teruel P. J. G., 2006, "Effects of Working Capital Management on SME Profitability", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=894865>.

Teruel P. J. G., Solano, P. M., 2004, "On the Determinants of SMEs Cash Holding: Evidence from Spain", SSRN: <http://ssrn.com/abstract=695163>.

ANEXO A – CAE Rev.3

Anexo A.1 - Divisão CAE Rev.3

CAE	DESIGNAÇÃO
01	Agricultura, produção animal, caça e actividades dos serviços relacionados
02	Silvicultura e exploração florestal
03	Pesca e aquicultura
05	Extracção de hulha e lenhite
06	Extracção de petróleo bruto e gás natural
07	Extracção e preparação de minérios metálicos
08	Outras indústrias extractivas
09	Actividades dos serviços relacionados com as indústrias extractivas
10	Indústrias alimentares
11	Indústria das bebidas
12	Indústria do tabaco
13	Fabricação de têxteis
14	Indústria do vestuário
15	Indústria do couro e dos produtos do couro
16	Indústrias da madeira e da cortiça e suas obras, excepto mobiliário; fabricação de obras de cestaria e de espartaria
17	Fabricação de pasta, de papel, cartão e seus artigos
18	Impressão e reprodução de suportes gravados
19	Fabricação de coque, de produtos petrolíferos refinados e de aglomerados de combustíveis
20	Fabricação de produtos químicos e de fibras sintéticas ou artificiais, excepto produtos farmacêuticos
21	Fabricação de produtos farmacêuticos de base e de preparações farmacêuticas
22	Fabricação de artigos de borracha e de matérias plásticas
23	Fabricação de outros produtos minerais não metálicos
24	Indústrias metalúrgicas de base
25	Fabricação de produtos metálicos, excepto máquinas e equipamentos
26	Fabricação de equipamentos informáticos, equipamento para comunicações e produtos electrónicos e ópticos
27	Fabricação de equipamento eléctrico
28	Fabricação de máquinas e de equipamentos, n.e.
29	Fabricação de veículos automóveis, reboques, semi-reboques e componentes para veículos automóveis
30	Fabricação de outro equipamento de transporte
31	Fabricação de mobiliário e de colchões
32	Outras indústrias transformadoras
33	Reparação, manutenção e instalação de máquinas e equipamentos
35	Electricidade, gás, vapor, água quente e fria e ar frio
36	Captação, tratamento e distribuição de água
37	Recolha, drenagem e tratamento de águas residuais
38	Recolha, tratamento e eliminação de resíduos; valorização de materiais
39	Descontaminação e actividades similares
41	Promoção imobiliária (desenvolvimento de projectos de edifícios); construção de edifícios
42	Engenharia civil
43	Actividades especializadas de construção
45	Comércio, manutenção e reparação, de veículos automóveis e motociclos
46	Comércio por grosso (inclui agentes), excepto de veículos automóveis e motociclos
47	Comércio a retalho, excepto de veículos automóveis e motociclos
49	Transportes terrestres e transportes por oleodutos ou gasodutos
50	Transportes por água
51	Transportes aéreos
52	Armazenagem e actividades auxiliares dos transportes (inclui manuseamento)
...	...

CAE	DESIGNAÇÃO
...	
53	Actividades postais e de courier
55	Alojamento
56	Restauração e similares
58	Actividades de edição
59	Actividades cinematográficas, de vídeo, de produção de programas de televisão, de gravação de som e de edição de música
60	Actividades de rádio e de televisão
61	Telecomunicações
62	Consultoria e programação informática e actividades relacionadas
63	Actividades dos serviços de informação
64	Actividades de serviços financeiros, excepto seguros e fundos de pensões
65	Seguros, resseguros e fundos de pensões, excepto segurança social obrigatória
66	Actividades auxiliares de serviços financeiros e dos seguros
68	Actividades imobiliárias
69	Actividades jurídicas e de contabilidade
70	Actividades das sedes sociais e de consultoria para a gestão
71	Actividades de arquitectura, de engenharia e técnicas afins; actividades de ensaios e de análises técnicas
72	Actividades de Investigação científica e de desenvolvimento
73	Publicidade, estudos de mercado e sondagens de opinião
74	Outras actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares
75	Actividades veterinárias
77	Actividades de aluguer
78	Actividades de emprego
79	Agências de viagem, operadores turísticos, outros serviços de reservas e actividades relacionadas
80	Actividades de investigação e segurança
81	Actividades relacionadas com edifícios, plantação e manutenção de jardins
82	Actividades de serviços administrativos e de apoio prestados às empresas
84	Administração Pública e Defesa; Segurança Social Obrigatória
85	Educação
86	Actividades de saúde humana
87	Actividades de apoio social com alojamento
88	Actividades de apoio social sem alojamento
90	Actividades de teatro, de música, de dança e outras actividades artísticas e literárias
91	Actividades das bibliotecas, arquivos, museus e outras actividades culturais
92	Lotarias e outros jogos de aposta
93	Actividades desportivas, de diversão e recreativas
94	Actividades das organizações associativas
95	Reparação de computadores e de bens de uso pessoal e doméstico
96	Outras actividades de serviços pessoais
97	Actividades das famílias empregadoras de pessoal doméstico
98	Actividades de produção de bens e serviços pelas famílias para uso próprio
99	Actividades dos organismos internacionais e outras instituições extra-territoriais

ANEXO B – Estatísticas descritivas – Dados nacionais

	Acc_P	Acc_R	INV	CCC	AC/Act.Tot	CR	DR	SGROW	SIZE	ROA
Alemanha	69,62	31,32	99,04	60,73	66,14	234,26	64,39	7,23	16,86	8,75
Belgica	103,79	63,04	82,17	41,42	73,01	188,27	62,00	4,76	16,55	6,79
Espanha	85,14	92,50	103,13	110,49	65,37	199,17	54,62	-0,79	16,29	4,04
Finlandia	58,97	34,28	118,07	93,38	61,64	188,83	63,31	5,45	16,02	6,48
França	130,02	52,29	103,60	25,87	75,22	169,14	62,38	3,85	16,01	6,57
Itália	178,97	109,74	145,90	76,67	70,87	163,14	67,68	3,93	16,13	4,66
Portugal	130,66	118,59	130,21	118,14	67,24	183,21	60,67	2,31	15,62	4,51

Acc_R - prazo de pagamento expresso em dias; Acc_R - prazo médio de recebimento; INV - tempo de permanência de inventários em dias; CCC - ciclo de tesouraria, expresso em dias; AC/Act.Tot - peso dos activos correntes expresso em percentagem do activo total; CR - rácio de liquidez geral; DR - rácio de endividamento; SGROW - taxa de crescimento das vendas; SIZE - logaritmo do volume de vendas; ROA - Return on Assets.

ANEXO C – Estatísticas descritivas por divisão CAE Rev.3

Anexo C.1 - Estatísticas descritivas por divisão CAE Rev.3

CAE REV.3	ACC_P	ACC_R	AC/Act.Tot	CCC	CR	DR	INV	ROA	SGROW	SIZE
01	144,65	93,80	55,62	108,97	156,56	65,03	159,83	2,50	5,99	16,03
02	164,07	97,06	67,87	93,21	190,03	57,72	160,23	3,82	4,74	15,66
03	91,80	108,82	58,78	240,03	222,53	49,41	223,01	6,39	8,17	16,22
05	125,23	104,23	42,56	268,78	146,48	36,74	289,78	3,21	-20,12	16,59
07	93,28	142,52	55,40	130,76	216,87	44,27	81,52	13,35	4,90	16,46
08	277,30	135,14	48,90	46,38	192,10	54,13	188,53	4,73	-2,27	15,77
09	170,38	139,24	70,48	140,54	303,03	43,57	171,68	7,13	4,03	16,06
10	100,88	88,12	62,53	77,30	164,18	62,33	90,06	4,80	5,65	16,37
11	168,72	116,08	59,45	190,21	170,52	59,47	242,85	4,77	4,87	16,14
12	106,66	47,81	73,90	142,45	253,95	49,13	201,30	15,91	6,02	17,52
13	182,25	114,00	67,55	131,52	195,17	59,46	199,77	3,03	0,80	15,94
14	192,48	114,87	76,46	138,32	187,97	62,70	215,93	5,18	1,11	15,97
15	145,92	97,12	76,81	97,81	176,30	65,53	146,62	5,72	4,64	16,01
16	129,20	104,48	66,29	148,99	182,86	61,32	173,71	3,73	-0,37	15,85
17	141,60	112,73	63,31	59,38	173,30	60,55	88,24	4,77	3,77	16,26
18	196,52	115,86	60,70	6,67	173,73	62,25	87,33	3,42	0,97	15,90
19	98,04	114,33	68,34	77,49	152,27	64,99	61,21	6,01	4,16	16,46
20	131,80	110,43	68,18	94,48	190,82	59,53	115,85	5,73	4,60	16,30
21	156,81	101,94	65,16	115,11	201,78	57,74	169,98	7,04	6,11	16,51
22	138,08	107,03	65,54	85,46	175,05	62,13	116,51	4,67	2,93	16,14
23	176,12	130,04	60,75	137,30	186,78	57,51	183,38	3,29	-1,76	15,93
24	139,72	100,33	68,89	86,89	185,03	62,39	126,28	4,96	4,23	16,41
25	188,33	115,25	69,28	97,97	179,22	63,20	171,05	5,27	4,05	15,93
26	157,00	124,24	78,16	150,43	214,56	60,73	183,20	6,86	5,58	16,00
27	147,72	112,21	75,68	118,49	197,64	62,58	154,00	6,74	4,16	16,14
28	168,65	109,14	75,35	140,24	186,88	63,94	199,76	6,03	5,57	16,07
29	135,08	93,78	69,34	102,08	181,55	61,89	143,38	4,59	3,23	16,27
30	181,48	101,90	71,80	156,75	194,18	64,10	236,33	5,29	17,73	16,01
31	172,73	108,15	67,16	117,48	176,91	64,18	182,06	3,17	-0,05	15,92
32	149,76	119,14	73,21	166,57	204,65	60,90	197,19	5,50	3,02	16,02
33	201,87	121,57	80,36	67,02	170,20	67,48	147,32	7,57	7,92	15,82
37	543,79	143,79	59,69	-296,41	145,66	67,05	103,59	7,11	2,87	15,91
38	301,71	99,70	59,91	-114,57	175,69	63,19	87,45	7,68	7,44	16,27
39	470,07	134,60	67,86	-215,69	121,42	76,74	119,78	6,20	2,44	15,75
45	64,52	41,46	77,63	68,14	150,88	69,59	91,21	3,53	-1,72	16,54
46	92,93	100,15	79,01	100,72	186,12	63,11	93,49	5,65	1,79	16,30
47	87,09	37,77	65,10	48,43	155,38	66,91	97,75	5,40	2,14	16,02
49	243,51	85,44	58,15	-130,12	146,35	64,99	27,95	3,41	3,67	15,94
50	254,16	55,37	34,46	-117,76	130,86	70,41	81,03	3,79	6,63	16,27
51	365,11	101,04	58,99	-136,42	206,66	57,58	127,65	2,25	5,04	16,73
52	278,90	85,88	58,49	-134,36	150,85	66,44	58,67	3,77	4,95	16,18
...										

Anexo C.2 - Estatísticas descritivas por divisão CAE Rev.3

CAE REV.3	ACC_P	ACC_R	AC/Act.Tot	CCC	CR	DR	INV	ROA	SGROW	SIZE
...										
53	180,08	70,58	70,15	-69,68	129,98	76,68	39,82	3,74	6,62	15,68
55	275,34	40,95	22,95	-179,66	127,63	59,78	54,73	2,52	2,19	15,32
56	149,60	34,25	54,11	-76,18	142,92	65,70	39,17	8,03	2,78	15,44
58	274,56	101,50	72,46	-30,35	197,38	59,45	142,70	4,53	-0,25	16,20
59	273,01	84,41	55,52	-118,24	147,91	70,84	70,36	4,03	1,57	16,22
60	499,26	137,03	75,94	-220,87	192,00	57,72	141,36	5,61	-4,67	15,67
61	158,18	106,64	71,15	24,81	218,97	57,08	76,35	5,23	5,32	16,45
62	241,22	121,67	78,06	-23,17	161,08	69,89	96,38	7,63	5,56	16,02
63	269,29	106,81	76,64	-45,84	173,31	61,33	116,64	7,73	2,02	16,01
69	405,06	115,00	72,80	-107,74	247,05	58,93	182,32	5,86	705,19	15,81
70	154,96	88,56	71,00	61,81	181,68	63,17	128,21	5,47	3,91	16,43
72	279,10	123,88	65,52	19,23	213,86	56,97	174,45	1,42	5,81	15,75
73	205,68	113,30	77,76	-25,84	158,22	66,20	66,54	7,28	1,83	16,09
74	233,24	112,06	69,93	-23,87	174,34	65,28	97,31	6,37	4,56	16,08
75	28,70	57,39	92,40	108,78	151,23	65,21	80,09	14,62	10,15	16,80
77	267,07	116,22	53,67	-46,87	142,33	65,85	103,97	5,00	3,26	16,10
78	16,61	43,76	87,84	93,12	290,85	40,90	65,97	9,92	3,91	16,05
79	195,19	49,72	63,27	-115,76	131,00	71,14	29,72	1,37	3,93	16,40
80	286,02	93,62	78,34	-103,05	156,42	79,04	89,34	3,44	5,14	15,68
81	298,17	116,94	70,66	-78,99	158,80	67,78	102,23	6,27	4,48	15,64
82	254,59	94,79	68,39	-66,71	163,02	66,69	93,09	5,75	4,91	16,06

Acc_R - prazo de pagamento expresso em dias; Acc_R - prazo médio de recebimento; INV - tempo de permanência de inventários em dias; CCC - ciclo de tesouraria, expresso em dias; AC/Act.Tot - peso dos activos correntes expresso em percentagem do activo total; CR - rácio de liquidez geral; DR - rácio de endividamento; SGROW - taxa de crescimento das vendas; SIZE - logaritmo do volume de vendas; ROA - Return on Assets.

ANEXO D – Estatísticas descritivas CAE Rev.3 por país.

Acc_P – Prazo médio de pagamento

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	122,36	131,68	112	115,30	44,47	12			0			0			0	239,30	234,39	87
DE	33,42	14,10	24			0			0			0			0	37,17	41,10	18
ES	67,78	60,88	404	134,37	161,57	38	85,55	93,42	75	125,23	65,14	6	93,28	35,73	12	160,58	141,74	292
FI	54,16	29,03	24	42,16	15,48	8			0			0			0	112,97	69,58	23
FR	163,27	139,37	140	235,00	130,80	23			0			0			0	321,14	187,29	157
IT	175,86	140,89	756	306,17	117,50	21	104,19	44,41	49			0			0	321,73	196,27	605
PT	199,58	173,75	222	72,35	34,34	21	79,26	70,35	11			0			0	362,88	216,83	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	85,48	29,23	18	79,30	74,13	905	160,53	133,51	121	124,15	157,33	21	106,61	94,89	348	83,12	77,41	96
DE			0	33,22	24,79	53	59,88	24,93	23			0	32,94	20,16	24	105,28	36,94	18
ES			0	74,30	61,90	2316	118,43	67,74	384			0	97,49	73,54	494	68,20	55,25	244
FI			0	45,33	26,58	155	47,48	24,42	17			0	39,07	24,77	18	94,84	71,93	18
FR			0	80,11	71,28	722	166,48	121,53	94			0	117,14	85,53	140	181,82	148,07	101
IT	361,40	205,09	8	128,27	85,65	4662	193,68	96,70	884			0	217,62	132,80	2894	227,38	129,53	1851
PT			0	83,23	67,75	1099	185,67	140,17	178	45,44	25,20	6	153,19	90,59	649	161,84	90,20	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	78,05	36,13	12	81,03	84,79	180	89,26	59,32	181	158,66	154,07	340	79,28	50,69	18	123,24	110,01	486
DE			0	51,89	32,10	9	40,04	18,15	33	117,64	92,37	22	17,34	4,91	6	36,79	37,13	71
ES	80,18	49,96	228	88,98	65,70	355	73,27	45,68	538	121,31	82,33	527	85,57	58,87	6	90,72	70,22	1139
FI	52,08	29,15	22	41,84	31,61	219	59,17	43,68	60	65,97	37,11	114			0	51,27	22,31	17
FR	115,69	132,87	76	134,84	74,53	426	98,24	56,25	133	189,99	140,82	315	74,81	30,26	12	122,59	95,18	333
IT	166,45	101,93	1837	158,96	100,58	1227	182,81	87,97	1610	275,38	140,49	977	102,94	81,20	240	153,49	85,14	2840
PT	113,74	53,27	545	141,23	116,07	321	109,40	65,94	188	158,51	84,15	154			0	133,30	118,32	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	136,35	111,05	88	87,84	65,23	430	103,00	65,87	487	122,26	111,17	311	114,55	97,92	854	93,48	76,78	228
DE	111,23	90,24	9	24,02	15,25	48	47,84	30,42	25	32,86	22,14	68	70,93	71,64	199	48,16	80,96	74
ES	82,39	52,90	165	86,67	46,12	1124	121,95	90,70	1340	77,95	57,82	451	101,45	65,95	1714	115,47	96,14	241
FI			0	54,10	27,27	126	52,22	25,50	99	54,02	47,56	23	62,02	49,98	354	55,14	21,50	86
FR	186,11	94,25	38	125,29	66,25	515	125,86	77,69	253	126,93	82,81	96	178,60	126,33	1278	147,05	99,37	268
IT	186,43	122,22	519	163,61	77,20	4135	219,93	130,99	2898	164,19	98,78	1891	216,21	121,21	9670	180,86	115,88	1744
PT	130,11	96,35	75	130,00	85,10	441	190,98	145,71	634	121,79	94,35	140	210,74	171,71	1019	200,75	196,25	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	100,49	53,58	185	116,06	80,66	582	107,05	89,55	143	80,40	56,00	30	75,85	55,78	269	105,49	75,90	118
DE	47,75	39,71	57	55,58	60,65	147	38,78	17,19	15	60,15	29,13	6	28,51	11,29	12	4,15	0,77	6
ES	89,09	50,17	475	108,80	66,50	1016	89,42	68,74	631	100,03	69,21	89	93,66	65,52	326	95,61	58,01	174
FI	47,49	28,44	70	58,11	40,10	271	55,43	32,86	79	47,10	22,71	21	45,61	20,35	41	61,71	24,52	28
FR	110,92	46,72	228	146,77	107,86	516	119,77	66,52	196	239,74	173,57	61	136,08	133,52	111	162,44	114,07	133
IT	172,01	87,27	2617	187,46	97,07	7972	170,33	97,21	1130	207,30	160,08	503	201,98	92,80	2330	159,83	109,34	1438
PT	123,80	70,24	245	167,27	118,57	473	153,26	112,41	205	149,20	178,78	84	158,32	108,93	367	172,42	113,38	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	114,47	108,92	97	215,16	53,64	12	301,04	255,51	170	96,73	40,44	6	56,11	38,81	1819	75,93	68,97	5283
DE			0	103,66	77,32	7	163,17	196,85	70			0	19,70	20,82	114	24,63	54,93	527
ES	90,78	83,53	86			0	171,20	163,56	130	151,56	37,77	12	35,51	41,13	3211	69,45	56,26	9931
FI	58,01	56,24	36			0	155,53	115,03	14			0	25,40	19,22	233	45,71	41,49	582
FR	209,43	156,08	401	747,22	154,14	5	254,74	281,75	123	633,31	191,34	13	65,37	33,24	2201	86,33	64,47	4730
IT	239,01	167,59	612	618,82	267,82	78	377,85	290,22	620	543,03	233,17	54	81,84	62,22	5724	119,83	82,81	14997
PT	176,12	122,49	99	621,43	61,79	2	204,76	225,85	130			0	84,14	66,07	1109	95,73	71,79	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	71,02	75,60	1223	165,15	169,00	635	121,35	49,41	12	271,36	241,77	12	215,68	231,95	198	199,07	128,04	13
DE	61,64	40,85	62	135,83	125,00	91	214,12	157,71	6			0	259,24	276,51	58			0
ES	79,94	78,46	1642	100,12	121,88	728	102,22	106,15	34	155,05	230,70	8	122,76	133,07	360			0
FI	43,55	32,24	427	64,33	32,37	98	212,29	135,74	35			0	192,10	226,41	47	59,40	17,88	6
FR	57,01	52,81	2960	222,64	178,62	955	128,32	48,31	6	678,48	174,92	5	462,46	239,96	146	109,22	37,21	11
IT	118,61	91,10	5015	372,07	237,30	1556	341,50	188,38	89	433,92	274,81	18	368,97	262,25	537	494,24	151,55	4
PT	76,86	84,12	1715	251,58	229,33	174	460,84	281,16	7			0	76,21	50,96	6			0

Anexo D.12- Acc_P por divisão CAE por país.

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	453,64	232,00	168	162,54	116,14	64	217,28	135,23	111	165,15	99,12	73	0	0	0	173,64	98,24	43
DE	150,42	172,12	12	0	0	0	189,35	90,89	15	0	0	0	0	0	0	196,04	174,09	11
ES	158,00	160,88	1004	102,93	96,10	231	91,88	88,25	374	177,59	151,83	83	244,35	318,74	8	91,16	96,35	106
FI	101,48	117,90	107	39,55	36,99	59	143,92	126,54	36	0	0	0	0	0	0	155,87	206,05	28
FR	308,09	214,10	447	138,37	87,68	478	420,86	228,19	223	646,35	178,63	27	0	0	0	204,85	222,60	16
IT	358,91	223,50	1106	201,22	131,42	477	403,98	214,06	362	445,91	270,65	28	606,59	249,56	19	349,41	294,09	25
PT	277,53	179,11	404	106,43	103,76	65	299,68	221,18	47	709,00	159,29	2	0	0	0	251,36	86,86	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	160,55	146,13	248	140,23	108,14	41	104,38	26,28	12	155,18	153,77	103	133,11	56,52	13	167,12	135,54	192
DE	174,43	193,95	96	273,14	1	1	0	0	0	75,62	110,25	48	176,66	191,07	18	7,00	3,55	5
ES	140,00	136,70	213	115,68	57,12	12	87,64	54,80	20	119,78	143,50	92	201,24	204,62	44	118,39	67,16	217
FI	86,71	26,74	13	0	0	0	0	0	0	59,03	34,87	36	0	0	0	21,63	6,59	5
FR	234,31	202,41	113	418,96	270,84	19	493,09	75,28	9	130,09	109,74	32	374,66	277,42	28	261,68	206,40	56
IT	334,80	236,29	550	336,27	265,88	64	566,34	241,82	58	182,18	146,70	319	330,14	218,40	88	382,23	253,24	136
PT	233,66	200,86	93	0	0	0	309,83	366,54	2	442,85	283,84	9	0	0	0	317,20	178,86	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	91,81	22,46	10	144,46	1	1	194,45	184,55	95	29,38	3,78	6	216,96	191,05	36	136,14	86,07	24
DE	0	0	0	0	0	0	125,68	91,95	6	0	0	0	422,30	111,16	6	0	0	0
ES	117,74	141,37	66	9,40	19,51	6	204,54	182,86	159	3,84	3,18	6	59,74	74,74	69	172,19	71,98	12
FI	38,04	8,45	6	0	0	0	144,52	98,68	17	0	0	0	0	0	0	56,00	7,51	6
FR	341,12	267,75	36	0	0	0	311,04	212,14	126	0	0	0	248,86	1	1	263,75	224,22	20
IT	269,18	216,51	176	0	0	0	351,25	266,89	175	0	0	0	377,83	321,32	41	443,89	282,01	43
PT	0	0	0	0	0	0	249,74	231,01	29	0	0	0	138,24	35,98	6	0	0	0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	275,73	197,98	83	165,57	191,84	77
DE	0	0	0	247,89	180,35	22
ES	141,70	104,06	46	113,72	128,27	108
FI	132,84	124,47	13	342,50	244,47	14
FR	235,80	137,29	117	369,87	287,02	106
IT	382,09	217,16	189	294,95	254,83	297
PT	445,01	256,13	18	153,81	179,77	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

Acc_R – Prazo médio de recebimento

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	71,27	44,22	112	70,02	13,51	12			0			0			0	66,43	27,58	87
DE	27,94	15,35	24			0			0			0			0	33,85	12,86	18
ES	73,26	54,08	404	118,64	69,70	38	102,45	73,63	75	104,23	63,41	6	142,52	62,01	12	131,33	55,57	292
FI	37,16	28,08	24	61,60	30,17	8			0			0			0	37,77	16,66	23
FR	51,50	35,11	140	61,62	28,21	23			0			0			0	78,67	24,21	157
IT	104,18	55,62	756	125,68	29,60	21	118,76	71,33	49			0			0	161,89	66,77	605
PT	147,09	77,60	222	97,15	91,04	21	108,05	56,98	11			0			0	163,15	65,68	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	112,76	59,44	18	57,27	35,84	905	69,32	45,85	121	45,86	26,80	21	68,63	35,32	348	51,88	32,88	96
DE			0	33,01	15,05	53	30,28	10,46	23			0	31,41	20,31	24	49,53	35,68	18
ES			0	82,39	43,09	2316	112,22	65,03	384			0	107,06	43,51	494	110,59	56,52	244
FI			0	29,71	11,27	155	46,15	12,81	17			0	43,91	15,05	18	38,59	21,83	18
FR			0	45,95	32,00	722	62,68	31,01	94			0	67,52	38,85	140	44,90	27,30	101
IT	198,80	59,09	8	101,68	44,54	4662	125,78	49,83	884			0	121,15	51,21	2894	127,23	62,28	1851
PT			0	106,67	56,73	1099	153,99	69,76	178	54,63	28,91	6	126,79	59,68	649	105,13	53,27	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	43,09	25,56	12	63,43	28,63	180	61,16	23,75	181	86,80	35,59	340	59,59	22,93	18	67,24	40,42	486
DE			0	8,07	7,23	9	15,41	15,82	33	43,93	26,06	22	12,73	1,64	6	24,77	17,78	71
ES	89,66	46,98	228	116,93	54,28	355	109,83	32,07	538	114,70	37,55	527	175,91	53,69	6	104,63	40,65	1139
FI	53,94	23,12	22	25,81	12,29	219	42,71	14,13	60	39,77	17,56	114			0	46,46	20,78	17
FR	61,46	47,77	76	67,16	27,37	426	65,26	27,87	133	83,68	29,57	315	94,01	34,07	12	62,89	31,37	333
IT	100,86	48,61	1837	127,16	53,46	1227	127,01	41,96	1610	142,43	57,98	977	120,45	52,74	240	124,65	51,12	2840
PT	95,57	49,39	545	132,95	70,34	321	121,40	51,50	188	147,87	63,53	154			0	138,64	66,51	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	61,91	27,38	88	66,00	31,34	430	71,54	34,40	487	70,88	35,65	311	77,78	43,88	854	87,57	54,09	228
DE	37,96	20,70	9	20,31	9,03	48	22,39	18,19	25	25,07	15,77	68	34,87	26,63	199	48,87	28,10	74
ES	95,14	54,30	165	102,56	36,69	1124	124,20	51,13	1340	89,60	39,55	451	120,34	53,08	1714	145,73	73,24	241
FI			0	44,27	19,93	126	32,30	19,04	99	36,75	13,20	23	43,39	21,33	354	57,97	23,19	86
FR	71,41	29,00	38	66,15	27,67	515	71,93	25,32	253	65,77	29,85	96	78,29	34,66	1278	86,16	32,01	268
IT	112,34	63,04	519	117,21	46,19	4135	144,60	62,10	2898	111,07	45,35	1891	122,83	52,12	9670	136,77	60,28	1744
PT	114,99	69,44	75	138,07	60,20	441	163,44	69,90	634	126,01	63,48	140	153,16	70,40	1019	175,94	78,48	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	78,59	31,58	185	84,26	37,91	582	67,28	24,44	143	60,78	26,83	30	60,72	40,91	269	100,60	59,82	118
DE	34,58	31,82	57	43,01	24,23	147	21,59	8,57	15	38,60	17,76	6	30,50	6,48	12	48,95	3,89	6
ES	115,96	50,66	475	118,40	52,02	1016	80,12	43,89	631	127,26	69,33	89	95,94	47,54	326	120,49	66,86	174
FI	50,31	19,81	70	46,59	26,26	271	45,98	24,66	79	32,95	41,10	21	36,10	19,90	41	62,73	46,87	28
FR	80,60	38,46	228	84,97	40,24	516	73,81	31,51	196	75,83	57,01	61	66,21	26,67	111	80,60	39,38	133
IT	116,48	51,34	2617	112,44	52,19	7972	107,16	54,59	1130	105,07	59,77	503	112,26	52,71	2330	122,89	70,03	1438
PT	149,91	69,81	245	146,93	70,04	473	123,41	69,92	205	111,48	66,66	84	150,90	67,70	367	165,34	81,51	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	76,95	29,66	97	118,99	51,22	12	81,89	59,41	170	130,94	38,52	6	35,72	28,60	1819	65,80	37,66	5283
DE			0	54,67	12,15	7	25,75	18,43	70			0	19,44	13,34	114	30,61	25,10	527
ES	147,59	77,41	86			0	122,60	81,30	130	122,27	39,63	12	33,89	32,02	3211	98,05	51,53	9931
FI	36,03	18,48	36			0	45,29	24,39	14			0	16,35	13,60	233	40,47	20,64	582
FR	99,70	40,72	401	99,09	28,48	5	68,71	31,87	123	135,84	33,45	13	26,65	22,81	2201	61,54	33,94	4730
IT	137,90	61,63	612	154,35	57,03	78	112,54	70,03	620	137,45	64,42	54	47,12	51,83	5724	122,87	58,63	14997
PT	161,41	64,71	99	304,40	46,50	2	113,84	79,66	130			0	80,43	53,07	1109	123,08	65,50	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	25,32	36,36	1223	60,64	35,66	635	68,97	21,54	12	99,95	44,58	12	76,16	48,15	198	84,59	35,16	13
DE	15,55	19,74	62	16,15	14,20	91	2,96	0,76	6			0	27,92	15,75	58			0
ES	52,05	60,56	1642	97,12	55,60	728	91,87	69,91	34	108,84	45,44	8	106,89	57,52	360			0
FI	13,29	11,43	427	27,31	13,46	98	13,09	16,34	35			0	45,13	33,63	47	47,95	6,76	6
FR	8,44	17,70	2960	64,09	27,22	955	3,66	2,56	6	80,71	13,35	5	52,10	24,78	146	49,75	10,82	11
IT	46,46	57,50	5015	108,21	59,58	1556	58,38	43,04	89	103,95	63,38	18	94,39	57,47	537	116,28	20,28	4
PT	65,06	69,33	1715	109,66	51,89	174	117,21	91,33	7			0	84,78	18,36	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	24,40	12,38	168	49,21	30,61	64	87,21	51,11	111	57,06	48,29	73			0	126,49	77,91	43
DE	10,59	2,02	12			0	51,00	21,00	15			0			0	22,07	11,50	11
ES	47,64	48,49	1004	28,32	35,58	231	108,67	66,01	374	131,31	66,52	83	151,80	46,65	8	123,98	80,52	106
FI	10,47	5,94	107	11,10	8,26	59	41,35	24,86	36			0			0	42,29	17,67	28
FR	13,74	12,98	447	9,92	16,88	478	88,62	56,61	223	27,82	65,19	27			0	67,75	55,32	16
IT	34,24	37,53	1106	61,82	59,77	477	111,00	80,08	362	56,51	42,76	28	130,82	98,69	19	131,89	105,58	25
PT	88,67	80,65	404	38,28	39,00	65	128,36	95,33	47	291,05	67,53	2			0	112,11	23,70	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	101,28	47,90	248	82,79	35,80	41	107,76	18,42	12	89,76	45,29	103	94,48	20,37	13	92,59	43,23	192
DE	45,49	29,97	96	18,03		1			0	45,54	25,69	48	53,29	50,31	18	29,08	5,16	5
ES	138,78	67,03	213	98,45	23,95	12	123,37	29,68	20	85,80	67,77	92	170,86	82,52	44	124,07	52,58	217
FI	73,32	30,22	13			0			0	36,80	19,86	36			0	30,73	4,26	5
FR	91,02	37,29	113	88,45	26,32	19	88,19	29,46	9	85,43	35,24	32	78,50	57,11	28	117,18	79,82	56
IT	137,02	60,47	550	130,60	49,16	64	115,59	57,75	58	101,57	58,08	319	133,62	105,94	88	127,25	55,93	136
PT	168,72	64,53	93			0	178,34	110,93	2	89,88	62,49	9			0	149,33	52,58	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	69,04	19,97	10	56,92		1	71,22	35,34	95	1,58	0,27	6	41,46	32,59	36	83,61	15,71	24
DE			0			0	47,52	7,31	6			0	41,86	24,16	6			0
ES	106,30	60,74	66	57,46	5,98	6	156,69	73,12	159	85,95	18,27	6	56,76	55,09	69	99,50	99,34	12
FI	44,21	6,52	6			0	54,08	12,14	17			0			0	64,54	22,49	6
FR	97,01	61,37	36			0	84,90	37,74	126			0	11,56		1	62,86	18,52	20
IT	122,06	83,62	176			0	125,91	69,43	175			0	48,90	52,44	41	115,94	44,80	43
PT			0			0	169,94	78,34	29			0	38,11	5,55	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	89,89	43,65	83	72,94	30,59	77
DE			0	33,43	16,46	22
ES	138,90	58,07	46	96,74	75,47	108
FI	20,38	13,30	13	32,19	15,73	14
FR	79,11	24,19	117	86,77	33,66	106
IT	146,98	70,09	189	108,71	70,10	297
PT	185,90	56,17	18	107,68	92,17	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

INV – tempo médio de permanência de inventários

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	84,96	130,47	112	225,93	142,41	12			0			0			0	144,80	159,19	87
DE	154,28	77,07	24			0			0			0			0	47,38	14,07	18
ES	99,59	130,65	404	84,28	137,37	38	212,16	213,10	75	289,78	331,90	6	81,52	66,49	12	208,91	205,79	292
FI	63,23	42,35	24	199,50	318,23	8			0			0			0	169,01	125,03	23
FR	232,67	262,61	140	199,92	238,25	23			0			0			0	143,46	135,70	157
IT	204,81	216,04	756	232,10	206,34	21	252,76	271,70	49			0			0	190,79	176,28	605
PT	119,14	154,49	222	129,81	138,20	21	164,46	160,39	11			0			0	236,37	217,62	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	159,66	154,84	18	51,93	52,62	905	146,03	141,47	121	242,40	155,87	21	146,62	133,36	348	113,18	81,02	96
DE			0	33,24	30,28	53	103,85	45,57	23			0	136,42	33,32	24	201,14	108,15	18
ES			0	98,19	123,90	2316	235,64	221,29	384			0	173,42	129,35	494	144,15	110,20	244
FI			0	55,84	49,93	155	62,35	20,31	17			0	239,44	84,36	18	257,61	85,03	18
FR			0	69,03	74,00	722	386,89	241,25	94			0	128,36	106,97	140	249,30	194,72	101
IT	198,73	62,85	8	102,19	115,80	4662	216,95	190,15	884			0	215,91	176,28	2894	235,87	187,42	1851
PT			0	74,23	93,01	1099	412,00	300,73	178	57,45	22,93	6	193,04	175,65	649	194,72	175,16	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	150,58	39,38	12	91,91	76,73	180	86,20	65,42	181	60,04	38,50	340	38,27	36,35	18	100,14	75,98	486
DE			0	182,59	50,86	9	115,91	36,86	33	64,80	52,76	22	9,49	2,14	6	118,93	164,48	71
ES	123,54	97,39	228	150,72	146,13	355	76,06	55,96	538	73,85	67,41	527	10,04	3,44	6	107,24	86,67	1139
FI	280,96	148,04	22	91,70	46,40	219	98,18	44,08	60	77,47	50,25	114			0	213,59	226,11	17
FR	205,53	144,13	76	213,30	168,58	426	83,33	70,69	133	86,70	63,42	315	72,68	10,22	12	132,74	101,32	333
IT	150,25	128,35	1837	178,93	153,02	1227	91,27	83,36	1610	104,44	89,16	977	64,93	72,87	240	119,45	104,41	2840
PT	130,28	123,91	545	228,20	187,43	321	94,63	63,20	188	97,01	70,52	154			0	115,13	85,25	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	129,93	99,27	88	100,95	88,39	430	98,09	98,59	487	150,28	122,18	311	118,47	110,65	854	96,29	110,27	228
DE	91,02	20,67	9	74,12	43,97	48	193,45	145,53	25	101,46	111,53	68	139,66	100,14	199	160,57	138,01	74
ES	213,17	137,14	165	107,64	96,04	1124	176,54	183,08	1340	90,69	84,27	451	138,75	119,39	1714	141,76	120,71	241
FI			0	142,45	88,59	126	174,98	110,49	99	223,51	195,76	23	160,70	102,60	354	160,84	101,63	86
FR	216,20	131,99	38	110,92	94,42	515	132,87	159,21	253	157,35	123,43	96	197,31	174,14	1278	217,40	144,08	268
IT	163,00	112,20	519	120,13	100,21	4135	197,01	187,45	2898	130,87	120,24	1891	173,49	148,99	9670	195,84	161,52	1744
PT	156,36	63,63	75	124,03	110,34	441	222,12	203,08	634	100,28	69,38	140	223,13	196,90	1019	223,69	134,27	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	129,13	110,32	185	140,91	121,30	582	76,94	73,74	143	167,30	69,03	30	122,13	95,40	269	124,99	114,27	118
DE	100,15	63,81	57	163,92	138,64	147	103,34	37,14	15	48,83	9,27	6	79,46	19,30	12	25,56	11,31	6
ES	121,64	77,66	475	175,83	159,86	1016	102,89	117,13	631	174,89	163,12	89	150,26	122,20	326	187,92	174,93	174
FI	139,57	77,66	70	183,97	127,11	271	141,09	108,69	79	320,02	284,29	21	188,69	218,61	41	188,08	167,46	28
FR	147,05	89,68	228	191,85	131,44	516	122,56	92,00	196	213,31	170,37	61	192,90	182,13	111	253,62	169,38	133
IT	165,56	129,74	2617	210,00	164,09	7972	178,63	141,24	1130	264,10	190,57	503	192,99	152,86	2330	195,59	168,65	1438
PT	135,20	109,79	245	179,79	150,52	473	143,75	136,14	205	168,94	173,25	84	184,18	155,21	367	274,81	196,75	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	100,48	82,09	97	122,99	165,44	12	77,28	83,52	170	77,20	40,96	6	67,78	41,74	1819	68,85	64,69	5283
DE			0	212,68	190,94	7	140,60	183,85	70			0	81,07	100,72	114	63,02	63,40	527
ES	84,78	68,20	86			0	49,36	83,13	130	63,58	42,61	12	88,44	56,95	3211	88,97	93,17	9931
FI	170,61	150,60	36			0	72,35	87,93	14			0	104,76	81,82	233	95,69	73,84	582
FR	147,73	171,68	401	36,55	33,52	5	116,54	115,32	123	53,79	27,05	13	79,25	30,16	2201	81,97	76,39	4730
IT	156,78	164,22	612	93,20	129,34	78	82,00	137,56	620	152,88	208,61	54	103,44	74,26	5724	107,02	108,54	14997
PT	178,93	152,40	99	178,23	96,98	2	110,33	160,39	130			0	96,44	83,62	1109	101,75	102,47	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	83,24	69,86	1223	24,26	40,18	635	37,56	31,52	12	44,56	62,62	12	40,31	58,93	198	89,13	93,10	13
DE	65,93	32,21	62	29,75	22,82	91	160,10	27,44	6			0	25,15	40,30	58			0
ES	100,44	110,30	1642	11,28	17,56	728	43,76	43,44	34	94,00	42,84	8	38,56	74,65	360			0
FI	105,66	76,25	427	21,16	20,06	98	170,54	173,06	35			0	50,17	92,04	47	24,94	10,97	6
FR	71,81	84,57	2960	30,76	57,38	955	21,48	2,55	6	8,50	0,64	5	42,29	46,72	146	1,38	0,86	11
IT	120,38	129,16	5015	35,18	71,36	1556	67,83	63,13	89	231,09	219,16	18	87,99	119,62	537	7,62	3,42	4
PT	83,28	119,49	1715	33,88	43,50	174	40,16	24,31	7			0	36,71	10,70	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	48,28	83,74	168	26,25	15,90	64	108,33	153,06	111	55,55	93,74	73			0	60,88	63,76	43
DE	40,23	21,60	12			0	297,00	328,00	15			0			0	191,10	153,19	11
ES	44,97	76,87	1004	31,36	31,40	231	88,60	125,28	374	86,16	116,48	83	174,30	111,46	8	62,44	103,07	106
FI	43,26	57,11	107	27,14	18,73	59	128,84	90,85	36			0			0	87,81	50,87	28
FR	48,60	47,22	447	36,41	96,09	478	149,60	169,81	223	59,62	53,43	27			0	39,40	34,57	16
IT	64,61	112,03	1106	49,68	59,76	477	189,53	231,10	362	72,56	142,10	28	127,49	199,69	19	128,73	205,02	25
PT	64,91	108,41	404	33,69	80,89	65	222,41	191,06	47	69,29	19,37	2			0	49,24	6,92	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	70,52	123,97	248	120,91	185,23	41	20,01	12,84	12	132,07	192,70	103	59,97	17,31	13	71,28	143,83	192
DE	81,98	134,83	96	322,46		1			0	130,67	180,40	48	274,96	323,25	18	58,73	9,59	5
ES	49,49	84,79	213	44,44	22,59	12	194,73	199,27	20	31,87	54,23	92	109,36	146,67	44	14,36	22,72	217
FI	36,65	43,33	13			0			0	90,27	101,88	36			0	5,90	4,47	5
FR	52,46	63,81	113	83,99	87,96	19	323,73	225,94	9	100,31	178,25	32	226,12	172,55	28	61,85	65,01	56
IT	146,08	190,67	550	133,91	134,08	64	192,09	197,41	58	159,69	181,99	319	186,90	229,34	88	129,88	151,47	136
PT	55,39	84,28	93			0	112,32	0,81	2	190,94	174,91	9			0	307,11	278,81	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	42,89	13,54	10	45,29		1	54,55	67,49	95	131,44	7,62	6	6,19	5,32	36	117,06	61,87	24
DE			0			0	122,55	70,82	6			0	32,62	14,92	6			0
ES	78,40	81,16	66	85,89	11,08	6	131,19	174,40	159	0,50	0,92	6	12,75	33,53	69	139,52	118,80	12
FI	136,84	20,80	6			0	50,82	17,20	17			0			0	151,33	24,68	6
FR	71,71	41,29	36			0	78,06	78,97	126			0	353,35		1	21,29	15,39	20
IT	111,38	140,14	176			0	112,28	119,86	175			0	74,89	136,23	41	82,88	78,90	43
PT			0			0	206,47	169,41	29			0	0,50	0,09	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	63,23	82,47	83	42,00	46,90	77
DE			0	87,83	85,18	22
ES	37,05	55,00	46	90,77	141,33	108
FI	63,08	74,73	13	202,83	194,65	14
FR	122,44	165,67	117	92,66	76,57	106
IT	119,80	185,48	189	108,62	126,52	297
PT	161,05	169,05	18	36,62	38,60	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

CCC – Ciclo de Conversão de Caixa

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	33,87	145,27	112	180,65	116,41	12						0			0	-28,06	187,50	87
DE	148,80	90,29	24			0			0			0			0	44,06	53,45	18
ES	105,07	143,16	404	68,55	230,78	38	229,05	239,70	75	268,78	376,03	6	130,76	51,67	12	179,66	239,34	292
FI	46,23	47,10	24	218,94	297,20	8			0			0			0	93,82	108,55	23
FR	120,90	294,83	140	26,54	228,99	23			0			0			0	-99,01	169,65	157
IT	133,13	203,41	756	51,60	196,23	21	267,34	297,01	49			0			0	30,95	239,07	605
PT	66,65	219,19	222	154,61	166,20	21	193,25	152,65	11			0			0	36,63	253,53	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	186,95	159,98	18	29,91	81,63	905	54,82	145,10	121	164,11	147,75	21	108,64	156,63	348	81,93	101,24	96
DE			0	33,03	44,38	53	74,26	46,25	23			0	134,89	34,17	24	145,39	78,17	18
ES			0	106,28	145,38	2316	229,43	237,96	384			0	182,99	143,95	494	186,54	117,21	244
FI			0	40,21	54,75	155	61,02	21,51	17			0	244,28	99,58	18	201,36	58,12	18
FR			0	34,88	96,95	722	283,10	292,59	94			0	78,73	112,40	140	112,38	132,85	101
IT	36,13	123,58	8	75,60	131,28	4662	149,05	186,77	884			0	119,44	214,30	2894	135,72	210,33	1851
PT			0	97,67	112,52	1099	380,32	354,11	178	66,64	26,95	6	166,65	195,89	649	138,02	185,92	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	115,62	19,59	12	74,31	103,25	180	58,10	94,23	181	-11,82	153,24	340	18,57	40,82	18	44,14	122,00	486
DE			0	138,77	27,16	9	91,28	45,46	33	-8,91	50,68	22	4,89	3,74	6	106,91	150,10	71
ES	133,02	118,42	228	178,67	158,40	355	112,63	70,31	538	67,24	120,31	527	100,38	24,39	6	121,15	112,66	1139
FI	282,82	112,15	22	75,67	49,73	219	81,72	72,92	60	51,27	71,70	114			0	208,77	208,12	17
FR	151,30	142,54	76	145,62	164,16	426	50,35	76,50	133	-19,61	145,59	315	91,88	29,98	12	73,04	117,91	333
IT	84,66	158,27	1837	147,13	170,86	1227	35,47	105,54	1610	-28,51	156,05	977	82,43	99,23	240	90,60	108,12	2840
PT	112,11	135,26	545	219,92	203,62	321	106,63	100,84	188	86,37	117,97	154			0	120,47	121,71	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	55,49	145,38	88	79,11	106,16	430	66,63	104,00	487	98,90	111,97	311	81,70	140,53	854	90,37	133,78	228
DE	17,75	83,38	9	70,41	38,77	48	168,00	142,14	25	93,67	118,29	68	103,60	109,81	199	161,28	106,47	74
ES	225,92	132,05	165	123,52	105,36	1124	178,79	183,56	1340	102,35	98,95	451	157,63	134,57	1714	172,03	148,84	241
FI			0	132,62	95,44	126	155,05	108,44	99	206,25	178,08	23	142,07	101,90	354	163,67	111,96	86
FR	101,50	109,30	38	51,79	91,92	515	78,93	149,38	253	96,19	99,49	96	97,00	180,29	1278	156,51	138,83	268
IT	88,91	142,48	519	73,73	111,17	4135	121,68	196,24	2898	77,75	132,62	1891	80,11	172,20	9670	151,75	176,62	1744
PT	141,24	115,02	75	132,10	136,22	441	194,58	232,06	634	104,50	92,62	140	165,55	218,24	1019	198,89	207,85	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	107,24	109,25	185	109,10	122,60	582	37,17	113,38	143	147,68	52,22	30	107,00	97,16	269	120,09	114,34	118
DE	86,98	69,19	57	151,34	123,06	147	86,15	39,80	15	27,28	38,76	6	81,45	17,79	12	70,36	14,28	6
ES	148,51	87,76	475	185,43	152,50	1016	93,59	130,47	631	202,11	197,75	89	152,54	125,65	326	212,80	196,32	174
FI	142,38	76,07	70	172,44	119,32	271	131,64	118,45	79	305,87	298,30	21	179,19	205,44	41	189,10	149,96	28
FR	116,72	93,28	228	130,05	142,98	516	76,60	65,63	196	49,40	161,82	61	123,02	151,16	111	171,79	193,52	133
IT	110,03	129,67	2617	134,97	165,42	7972	115,45	159,12	1130	161,87	227,09	503	103,28	163,67	2330	158,64	184,85	1438
PT	161,31	128,55	245	159,46	164,41	473	113,91	156,10	205	131,21	237,65	84	176,75	160,50	367	267,74	225,32	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	62,96	117,16	97	26,81	181,17	12	-141,88	238,32	170	111,40	63,23	6	47,39	46,69	1819	58,73	85,62	5283
DE			0	163,68	256,67	7	3,19	200,55	70			0	80,81	103,79	114	68,99	83,18	527
ES	141,60	115,53	86			0	0,76	151,63	130	34,29	86,42	12	86,82	63,24	3211	117,56	112,14	9931
FI	148,63	104,98	36			0	-37,90	138,03	14			0	95,72	80,09	233	90,46	76,88	582
FR	38,00	183,83	401	-611,58	153,60	5	-69,49	287,70	123	-443,68	205,08	13	40,53	36,62	2201	57,19	79,29	4730
IT	55,67	223,91	612	-371,27	290,30	78	-183,32	300,93	620	-252,70	298,72	54	68,73	84,34	5724	110,06	123,39	14997
PT	164,22	195,03	99	-138,80	11,31	2	19,41	237,91	130			0	92,73	97,93	1109	129,10	127,80	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	37,53	80,61	1223	-80,25	150,96	635	-14,82	63,36	12	-126,84	169,07	12	-99,22	222,22	198	-25,35	49,39	13
DE	19,84	54,68	62	-89,93	125,60	91	-51,07	177,62	6			0	-206,17	252,42	58			0
ES	72,55	126,41	1642	8,28	124,82	728	33,41	72,40	34	47,79	187,54	8	22,69	137,98	360			0
FI	75,41	73,01	427	-15,85	37,48	98	-28,66	110,45	35			0	-96,79	226,66	47	13,49	20,93	6
FR	23,24	72,54	2960	-127,79	168,10	955	-103,18	49,19	6	-589,28	169,92	5	-368,06	255,33	146	-58,10	42,31	11
IT	48,23	135,66	5015	-228,67	243,73	1556	-215,29	151,60	89	-98,88	341,31	18	-186,59	284,97	537	-370,34	146,01	4
PT	71,48	124,43	1715	-108,04	207,61	174	-303,47	254,01	7			0	45,29	42,44	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	-380,96	251,82	168	-87,07	122,90	64	-21,73	174,76	111	-52,54	148,13	73			0	13,73	112,22	43
DE	-99,60	187,22	12			0	158,66	240,61	15			0			0	17,13	320,59	11
ES	-65,40	162,52	1004	-43,25	94,83	231	105,38	163,10	374	39,88	154,58	83	81,74	384,22	8	95,25	138,93	106
FI	-47,75	138,21	107	-1,31	35,95	59	26,27	133,93	36			0			0	-25,77	207,16	28
FR	-245,75	222,76	447	-92,04	127,92	478	-182,64	262,85	223	-558,92	189,83	27			0	-97,70	203,25	16
IT	-260,07	237,46	1106	-89,72	144,02	477	-103,45	291,02	362	-316,84	319,83	28	-348,29	348,95	19	-88,80	397,42	25
PT	-123,95	220,56	404	-34,47	112,70	65	51,09	261,59	47	-348,66	72,39	2			0	-90,01	81,48	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	11,25	176,73	248	63,47	197,83	41	23,39	30,20	12	66,65	217,80	103	21,34	45,84	13	-3,25	183,64	192
DE	-46,97	233,38	96	67,36		1			0	100,59	217,07	48	151,59	434,70	18	80,80	9,97	5
ES	48,28	174,98	213	27,21	57,83	12	230,46	218,26	20	-2,10	120,36	92	78,98	283,02	44	20,04	81,13	217
FI	23,26	41,73	13			0			0	68,04	114,80	36			0	15,01	10,81	5
FR	-90,82	197,54	113	-246,52	255,97	19	-81,18	217,65	9	55,65	101,75	32	-70,05	387,37	28	-82,64	174,38	56
IT	-51,70	268,18	550	-71,75	256,84	64	-258,67	307,49	58	79,08	200,86	319	-9,62	358,56	88	-125,10	270,06	136
PT	-9,55	184,26	93			0	-19,18	476,66	2	-162,04	310,44	9			0	139,24	158,51	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	20,12	25,74	10	-42,26		1	-68,69	173,38	95	103,64	10,34	6	-169,31	171,63	36	64,52	53,52	24
DE			0			0	44,39	123,30	6			0	-347,81	110,41	6			0
ES	66,96	166,66	66	133,95	23,43	6	83,33	252,74	159	82,61	21,33	6	9,77	67,23	69	66,82	96,26	12
FI	143,01	25,81	6			0	-39,63	100,91	17			0			0	159,86	38,91	6
FR	-172,40	277,31	36			0	-148,08	212,16	126			0	116,05		1	-179,60	210,88	20
IT	-35,74	220,32	176			0	-113,06	285,58	175			0	-254,04	317,93	41	-245,08	271,43	43
PT			0			0	126,67	201,25	29			0	-99,63	37,60	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	-122,61	232,24	83	-50,63	197,62	77
DE			0	-126,63	135,54	22
ES	34,25	95,44	46	73,79	187,34	108
FI	-49,38	57,45	13	-107,48	272,01	14
FR	-34,25	254,47	117	-190,44	276,73	106
IT	-115,31	301,06	189	-77,62	257,09	297
PT	-98,06	214,45	18	-9,51	159,64	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

ROA – Rentabilidade do Activo (Return on assets)

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	1,00	10,64	112	4,51	5,40	12			0			0			0	12,69	16,10	87
DE	6,45	4,86	24			0			0			0			0	8,11	5,50	18
ES	3,07	6,91	404	3,77	6,45	38	9,67	24,78	75	3,21	5,12	6	13,35	14,61	12	3,19	10,59	292
FI	5,40	6,19	24	2,28	5,60	8			0			0			0	7,49	10,10	23
FR	4,92	10,03	140	0,95	6,28	23			0			0			0	9,77	9,19	157
IT	2,46	6,00	756	6,19	5,44	21	2,36	7,75	49			0			0	3,21	6,04	605
PT	0,05	7,41	222	4,87	4,67	21	2,03	8,64	11			0			0	2,98	8,14	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	8,31	12,25	18	6,69	11,49	905	7,01	9,37	121	18,60	19,91	21	1,82	11,14	348	7,87	12,39	96
DE			0	8,04	10,42	53	24,65	29,32	23			0	14,14	6,18	24	9,93	13,67	18
ES			0	5,03	9,77	2316	3,95	5,98	384			0	1,75	7,74	494	5,29	8,19	244
FI			0	6,14	10,63	155	12,67	6,51	17			0	6,35	10,49	18	5,46	12,39	18
FR			0	5,77	11,40	722	7,83	13,19	94			0	4,62	13,92	140	5,43	20,15	101
IT	4,48	2,65	8	4,31	6,26	4662	4,09	6,94	884			0	3,12	7,03	2894	5,13	7,99	1851
PT			0	3,88	7,37	1099	3,45	6,60	178	6,48	3,78	6	3,37	6,36	649	4,69	8,21	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	-2,98	6,41	12	6,76	10,52	180	4,86	9,12	181	3,83	10,10	340	11,28	7,86	18	7,65	11,28	486
DE			0	-0,07	7,34	9	5,13	7,81	33	13,25	12,06	22	8,33	2,23	6	13,99	10,84	71
ES	6,26	12,58	228	2,36	9,26	355	5,39	9,02	538	1,84	7,98	527	0,12	2,32	6	5,33	8,68	1139
FI	9,02	12,48	22	4,38	10,70	219	4,35	9,93	60	3,89	10,79	114			0	2,78	11,56	17
FR	4,97	14,73	76	5,20	7,84	426	6,59	12,18	133	3,94	11,32	315	10,90	6,71	12	6,51	23,20	333
IT	5,55	8,16	1837	3,15	7,27	1227	4,38	6,23	1610	3,86	8,50	977	5,46	7,64	240	5,25	8,79	2840
PT	6,20	7,74	545	3,49	5,17	321	5,04	5,75	188	2,32	5,56	154			0	5,90	8,28	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	6,96	10,63	88	4,98	12,96	430	4,63	10,88	487	3,95	14,09	311	6,36	12,85	854	11,02	13,89	228
DE	-7,11	26,75	9	11,41	8,28	48	3,26	7,80	25	15,42	12,21	68	6,55	14,05	199	12,19	9,50	74
ES	7,75	15,71	165	3,13	8,65	1124	3,28	9,79	1340	4,43	9,96	451	3,96	10,07	1714	3,74	13,98	241
FI			0	5,73	9,63	126	6,92	13,69	99	9,46	6,78	23	7,76	11,26	354	8,16	14,76	86
FR	6,95	11,63	38	8,36	10,31	515	7,22	9,92	253	5,11	9,74	96	6,86	10,91	1278	6,62	13,71	268
IT	6,53	10,86	519	4,43	6,96	4135	2,83	6,48	2898	4,72	8,20	1891	5,10	7,27	9670	6,68	9,33	1744
PT	10,81	18,34	75	5,10	6,36	441	2,27	7,49	634	6,30	10,27	140	5,09	6,98	1019	0,64	19,04	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	6,17	16,83	185	6,34	13,09	582	7,36	11,57	143	5,32	12,43	30	4,76	12,18	269	4,88	8,88	118
DE	8,35	10,67	57	10,76	10,09	147	18,47	9,07	15	10,22	26,00	6	3,63	8,13	12	8,45	4,28	6
ES	5,52	8,35	475	4,97	10,92	1016	3,86	8,89	631	4,96	15,69	89	2,17	11,46	326	3,23	10,14	174
FI	11,80	11,55	70	8,51	13,65	271	5,15	16,15	79	2,35	19,75	21	6,25	9,16	41	8,47	5,04	28
FR	10,18	13,20	228	5,77	12,85	516	5,08	11,22	196	-3,46	51,00	61	5,39	9,28	111	4,97	18,60	133
IT	6,45	8,89	2617	6,00	9,04	7972	4,40	9,08	1130	6,78	10,72	503	2,84	6,91	2330	5,99	8,17	1438
PT	7,63	9,36	245	5,90	7,48	473	4,27	8,25	205	3,43	9,84	84	3,97	6,67	367	2,14	9,74	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	10,95	13,17	97	9,24	7,74	12	7,00	11,95	170	1,12	2,38	6	5,45	7,69	1819	8,67	12,09	5283
DE			0	12,39	12,39	7	7,83	4,71	70			0	7,17	9,92	114	9,82	11,54	527
ES	7,48	13,66	86			0	4,27	9,56	130	0,71	3,74	12	1,97	7,40	3211	4,46	9,07	9931
FI	3,77	11,82	36			0	14,55	10,81	14			0	4,77	7,84	233	6,68	11,82	582
FR	9,64	10,56	401	2,41	3,77	5	14,21	14,71	123	11,96	7,53	13	5,12	6,06	2201	6,72	10,29	4730
IT	6,03	7,66	612	6,82	10,65	78	6,62	6,89	620	6,59	6,49	54	3,18	5,05	5724	5,06	7,21	14997
PT	6,89	6,34	99	-1,16	2,66	2	10,03	10,35	130			0	2,95	10,42	1109	5,04	7,58	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	8,07	14,83	1223	5,15	9,22	635	19,57	12,56	12	6,63	8,45	12	5,03	14,07	198	7,85	12,86	13
DE	13,58	13,08	62	-2,57	13,39	91	4,48	1,34	6			0	1,57	10,05	58			0
ES	4,14	12,13	1642	4,29	10,85	728	4,24	5,08	34	0,52	17,82	8	5,21	10,35	360			0
FI	7,85	10,14	427	5,18	6,49	98	2,93	5,44	35			0	3,30	4,73	47	-0,18	9,88	6
FR	8,11	11,15	2960	2,45	9,74	955	5,11	4,67	6	8,29	5,29	5	0,60	40,50	146	1,75	5,75	11
IT	3,63	8,21	5015	3,18	5,50	1556	2,38	8,41	89	-1,57	17,41	18	3,41	8,77	537	1,73	4,48	4
PT	4,29	9,45	1715	2,82	7,09	174	-5,05	12,52	7			0	11,31	5,33	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	0,13	12,09	168	4,29	11,05	64	5,97	9,79	111	6,61	8,07	73			0	-9,09	22,24	43
DE	20,13	38,63	12			0	5,13	10,67	15			0			0	13,32	3,73	11
ES	2,11	9,80	1004	3,21	11,65	231	2,94	21,96	374	0,74	16,63	83	12,86	16,62	8	10,69	13,25	106
FI	2,33	12,51	107	6,49	14,27	59	2,59	10,24	36			0			0	1,74	8,00	28
FR	3,64	22,16	447	12,53	20,41	478	8,12	15,95	223	8,16	9,83	27			0	12,59	5,77	16
IT	2,83	8,07	1106	6,38	11,47	477	3,38	12,90	362	3,12	13,45	28	2,56	9,27	19	4,77	9,21	25
PT	2,02	6,84	404	9,17	13,73	65	6,89	16,44	47	2,89	0,78	2			0	-4,84	13,58	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	9,00	12,79	248	4,61	11,71	41	15,22	6,24	12	4,31	21,01	103	2,36	6,95	13	5,80	15,06	192
DE	9,42	12,53	96	54,15		1			0	7,04	9,67	48	-8,27	28,23	18	0,60	0,34	5
ES	6,69	11,77	213	11,68	6,64	12	6,95	9,09	20	7,16	15,29	92	5,24	17,03	44	8,97	14,36	217
FI	8,41	6,91	13			0			0	10,06	9,94	36			0	26,21	18,22	5
FR	6,61	9,21	113	12,73	8,35	19	4,66	2,01	9	1,92	15,99	32	-4,19	9,56	28	11,72	10,30	56
IT	7,54	9,95	550	6,78	7,76	64	3,72	9,02	58	4,63	8,22	319	3,14	9,33	88	4,61	9,12	136
PT	5,99	5,58	93			0	6,42	4,30	2	16,95	18,37	9			0	4,12	2,68	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	1,42	3,36	10	19,15		1	7,09	9,06	95	16,70	4,68	6	5,29	4,32	36	3,57	13,30	24
DE			0			0	5,81	6,00	6			0	5,12	9,79	6			0
ES	7,20	17,76	66	13,87	4,94	6	1,66	9,81	159	3,15	7,15	6	-3,36	19,71	69	-4,10	11,51	12
FI	9,49	3,86	6			0	9,87	11,40	17			0			0	3,30	7,98	6
FR	4,62	8,05	36			0	7,11	13,20	126			0	-1,03		1	2,13	11,71	20
IT	6,59	9,68	176			0	5,32	7,79	175			0	4,94	4,18	41	6,09	9,31	43
PT			0			0	2,37	4,27	29			0	4,53	4,58	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	5,02	9,96	83	3,86	9,43	77
DE			0	3,58	17,37	22
ES	6,48	5,60	46	7,19	7,72	108
FI	10,42	11,75	13	5,61	10,22	14
FR	8,10	8,61	117	7,84	11,87	106
IT	5,37	5,39	189	4,29	8,39	297
PT	5,96	7,34	18	13,71	12,73	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

CR – Rácio de Liquidez Geral (Current Ratio)

		01			02			03			05			07			08		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		175,03	120,00	112	257,67	23,14	12			0			0			0	193,73	156,02	87
DE		446,81	273,60	24			0			0			0			0	331,44	188,35	18
ES		180,64	146,99	404	224,20	197,17	38	274,51	181,27	75	146,48	54,01	6	216,87	112,19	12	251,67	196,84	292
FI		120,86	37,11	24	236,25	191,18	8			0			0			0	167,97	64,02	23
FR		180,99	131,68	140	127,72	37,71	23			0			0			0	192,53	137,67	157
IT		139,34	99,63	756	174,13	51,27	21	158,53	61,05	49			0			0	172,43	141,82	605
PT		119,12	104,06	222	156,05	86,57	21	153,21	78,73	11			0			0	136,25	85,29	137
		09			10			11			12			13			14		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		379,95	156,73	18	177,44	123,26	905	199,14	125,47	121	289,02	208,46	21	214,58	143,92	348	213,98	184,02	96
DE				0	200,00	183,70	53	123,36	78,13	23			0	196,07	81,46	24	138,31	40,16	18
ES				0	186,27	143,41	2316	187,91	130,39	384			0	240,75	157,87	494	252,17	166,77	244
FI				0	160,80	124,21	155	121,72	31,54	17			0	258,87	192,69	18	196,91	68,85	18
FR				0	167,91	99,87	722	183,63	59,72	94			0	210,04	104,58	140	244,53	126,66	101
IT		129,94	37,37	8	148,22	91,10	4662	151,24	86,74	884			0	184,87	121,32	2894	178,54	103,16	1851
PT				0	170,66	104,78	1099	213,13	152,95	178	131,20	20,28	6	191,00	129,85	649	178,98	101,93	632
		15			16			17			18			19			20		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		163,13	43,96	12	168,87	74,47	180	206,24	167,44	181	180,23	139,48	340	114,27	28,99	18	199,55	161,15	486
DE				0	272,51	175,85	9	155,91	66,51	33	189,43	107,69	22	104,95	9,62	6	313,67	225,82	71
ES		214,71	163,49	228	212,69	165,66	355	205,24	145,03	538	179,28	135,26	527	150,32	4,36	6	214,73	135,98	1139
FI		341,25	246,92	22	153,06	73,00	219	188,07	98,75	60	159,98	86,72	114			0	118,48	66,59	17
FR		223,28	139,38	76	194,42	97,32	426	191,13	152,10	133	180,46	81,13	315	210,15	33,49	12	201,55	133,89	333
IT		164,64	90,52	1837	171,47	114,80	1227	154,04	84,95	1610	170,59	123,62	977	153,46	76,48	240	173,63	108,89	2840
PT		186,58	124,79	545	203,77	134,63	321	200,81	141,10	188	154,46	112,19	154			0	208,11	138,80	363
		21			22			23			24			25			26		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		167,25	98,94	88	212,42	154,44	430	200,96	161,98	487	191,42	149,53	311	186,95	132,74	854	233,90	166,35	228
DE		383,11	394,79	9	210,80	145,96	48	205,75	121,20	25	283,36	212,32	68	237,72	160,89	199	380,75	229,46	74
ES		275,43	161,44	165	183,12	126,62	1124	227,33	160,82	1340	198,68	129,37	451	213,32	147,88	1714	248,14	169,07	241
FI				0	223,08	145,14	126	191,12	125,16	99	278,74	174,18	23	178,15	93,78	354	270,84	188,28	86
FR		121,81	56,63	38	184,04	101,63	515	177,14	102,31	253	228,70	127,75	96	197,95	100,00	1278	226,89	117,02	268
IT		189,26	130,04	519	165,50	109,37	4135	165,20	101,40	2898	173,35	113,71	1891	167,81	102,91	9670	196,68	112,80	1744
PT		185,63	117,41	75	179,43	118,91	441	191,29	125,07	634	191,48	126,60	140	189,10	130,45	1019	181,86	87,16	54
		27			28			29			30			31			32		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		210,96	125,20	185	192,23	128,74	582	222,76	181,53	143	228,01	200,04	30	244,08	182,93	269	208,79	134,64	118
DE		213,39	156,45	57	250,30	143,85	147	280,66	117,80	15	425,47	159,63	6	339,80	138,27	12	204,95	64,07	6
ES		235,31	148,28	475	216,51	143,59	1016	184,66	130,68	631	208,18	132,73	89	262,30	190,78	326	224,24	150,19	174
FI		185,66	105,59	70	204,18	108,72	271	237,13	195,31	79	159,40	50,21	21	207,43	107,30	41	160,27	51,01	28
FR		209,15	92,91	228	203,35	102,60	516	181,24	99,12	196	173,05	74,04	61	221,77	167,78	111	177,36	78,96	133
IT		185,69	109,22	2617	178,68	100,23	7972	171,75	112,85	1130	192,01	118,15	503	146,24	76,04	2330	205,03	132,16	1438
PT		231,25	136,37	245	207,37	147,29	473	168,89	114,99	205	187,79	111,90	84	224,26	155,02	367	209,92	145,79	80
		33			37			38			39			45			46		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		161,33	121,33	97	158,30	18,74	12	211,37	163,43	170	108,27	15,69	6	154,93	91,42	1819	195,37	134,48	5283
DE				0	189,38	122,94	7	164,94	148,39	70			0	145,48	82,60	114	218,41	144,41	527
ES		267,80	171,00	86			0	178,94	140,23	130	171,30	127,96	12	160,41	97,94	3211	209,14	147,60	9931
FI		196,22	97,68	36			0	260,29	214,66	14			0	241,15	127,05	233	197,93	128,38	582
FR		159,92	62,62	401	64,37	22,45	5	244,57	145,36	123	138,76	9,25	13	151,55	63,11	2201	182,63	94,21	4730
IT		159,32	83,73	612	142,86	97,65	78	143,83	93,89	620	107,63	29,93	54	139,22	65,70	5724	163,70	97,86	14997
PT		193,52	110,76	99	229,34	295,97	2	209,24	172,38	130			0	157,14	87,67	1109	196,27	129,33	5038
		47			49			50			51			52			53		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		197,85	151,42	1223	190,59	169,67	635	200,98	41,07	12	113,90	16,01	12	147,49	110,79	198	128,23	56,18	13
DE		211,87	148,94	62	210,83	154,32	91	451,81	158,16	6			0	169,25	115,05	58			0
ES		179,20	138,93	1642	157,28	124,00	728	178,60	161,65	34	165,73	55,33	8	171,71	139,26	360			0
FI		191,60	100,90	427	94,40	96,28	98	69,32	44,84	35			0	118,13	43,55	47	95,80	11,17	6
FR		133,86	88,85	2960	132,35	55,12	955	16,92	4,26	6	255,37	32,75	5	132,98	55,38	146	154,51	34,83	11
IT		142,29	96,57	5015	134,57	88,12	1556	121,54	88,63	89	273,16	175,58	18	143,70	104,44	537	119,45	38,66	4
PT		166,67	126,08	1715	116,96	45,83	174	27,58	32,98	7			0	163,89	57,09	6			0

		55			56			58			59			60			61		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		205,30	211,24	168	101,12	40,98	64	194,75	179,73	111	98,58	62,42	73			0	193,12	114,81	43
DE		93,09	128,08	12			0	185,80	98,28	15			0			0	54,21	16,70	11
ES		164,24	175,64	1004	176,44	162,24	231	233,15	176,91	374	174,78	128,71	83	301,10	78,16	8	219,76	117,71	106
FI		101,84	95,10	107	167,33	82,47	59	172,42	121,24	36			0			0	365,14	206,67	28
FR		118,72	127,39	447	148,63	117,99	478	158,03	70,94	223	222,29	101,32	27			0	204,39	78,81	16
IT		93,36	115,19	1106	118,50	66,29	477	188,42	135,64	362	130,84	66,38	28	146,07	66,80	19	208,95	215,84	25
PT		115,92	139,73	404	179,97	198,78	65	197,49	116,47	47	68,46	10,51	2			0	91,06	26,66	6

		62			63			69			70			72			73		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		135,03	60,00	248	134,54	68,16	41	248,61	41,77	12	177,83	107,09	103	195,63	124,68	13	139,91	76,65	192
DE		310,27	207,37	96	543,30		1			0	314,91	191,59	48	335,83	187,10	18	142,22	9,34	5
ES		168,95	88,64	213	182,01	70,22	12	379,33	145,30	20	153,60	101,00	92	200,03	96,28	44	174,73	98,06	217
FI		132,50	34,68	13			0			0	223,63	178,17	36			0	600,12	315,08	5
FR		149,67	62,45	113	181,24	59,89	19	175,02	79,17	9	240,70	121,47	32	254,32	220,20	28	167,13	97,44	56
IT		149,82	67,71	550	188,38	108,86	64	212,05	111,18	58	161,58	99,23	319	185,65	130,40	88	141,33	81,95	136
PT		142,98	42,29	93			0	254,08	139,20	2	136,79	67,39	9			0	118,24	19,77	10

		74			75			77			78			79			80		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		90,79	69,62	10	94,97		1	127,80	86,62	95	427,47	176,37	6	182,43	190,39	36	178,35	110,58	24
DE				0			0	160,77	96,72	6			0	156,42	17,71	6			0
ES		144,03	97,46	66	160,60	11,39	6	164,70	150,95	159	154,24	23,35	6	124,40	52,06	69	218,69	238,81	12
FI		168,36	16,25	6			0	191,21	61,18	17			0			0	213,88	75,43	6
FR		264,55	199,47	36			0	123,39	77,17	126			0	103,04		1	99,75	22,24	20
IT		172,21	119,06	176			0	145,21	89,95	175			0	92,87	35,63	41	145,16	38,55	43
PT				0			0	99,69	37,27	29			0	138,20	32,96	6			0

		81			82		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		121,05	55,23	83	180,43	156,89	77
DE				0	331,52	246,91	22
ES		222,62	155,50	46	175,58	102,92	108
FI		78,63	22,20	13	206,87	190,67	14
FR		146,05	83,04	117	163,19	69,36	106
IT		173,54	90,83	189	143,67	96,32	297
PT		155,74	60,89	18	122,65	47,69	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

DR – Rácio de Endividamento

	01			02			03			05			07			08		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	63,19	29,77	112	34,35	4,76	12			0			0			0	53,11	22,28	87
DE	37,03	16,64	24			0			0			0			0	65,50	12,83	18
ES	58,71	22,30	404	48,49	24,23	38	46,43	24,39	75	36,74	30,22	6	44,27	30,46	12	43,73	24,04	292
FI	64,85	20,40	24	51,80	20,10	8			0			0			0	66,33	15,62	23
FR	59,99	25,02	140	71,55	14,67	23			0			0			0	57,97	20,54	157
IT	67,98	20,89	756	74,52	21,69	21	51,84	14,26	49			0			0	56,72	21,27	605
PT	73,60	33,20	222	58,06	23,72	21	58,89	18,72	11			0			0	57,56	19,53	137
	09			10			11			12			13			14		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	35,42	12,98	18	58,53	22,76	905	47,28	13,48	121	44,62	22,94	21	57,51	41,31	348	57,75	24,90	96
DE			0	64,20	25,71	53	75,12	20,83	23			0	60,61	9,45	24	74,77	12,45	18
ES			0	55,05	23,13	2316	48,08	22,21	384			0	46,73	20,69	494	48,71	20,92	244
FI			0	57,51	23,38	155	53,85	11,92	17			0	64,13	9,93	18	60,93	32,85	18
FR			0	58,18	28,18	722	56,51	18,37	94			0	51,00	19,97	140	45,94	17,41	101
IT	61,90	12,05	8	68,15	19,34	4662	65,40	20,48	884			0	62,40	20,44	2894	66,07	19,39	1851
PT			0	59,45	20,66	1099	62,95	38,78	178	64,91	4,71	6	58,75	19,27	649	61,37	19,58	632
	15			16			17			18			19			20		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	65,39	25,97	12	62,03	16,32	180	60,69	29,04	181	59,85	27,71	340	72,61	16,75	18	60,74	26,20	486
DE			0	64,67	13,03	9	66,60	13,67	33	72,89	14,87	22	74,42	7,19	6	54,65	23,13	71
ES	53,23	21,95	228	52,24	22,39	355	48,69	21,93	538	54,80	27,00	527	63,48	2,60	6	49,40	22,27	1139
FI	56,72	43,26	22	66,85	24,28	219	64,01	21,41	60	62,56	22,90	114			0	52,16	17,41	17
FR	52,86	25,31	76	54,66	18,15	426	56,48	26,89	133	56,26	21,28	315	48,18	10,14	12	60,45	35,08	333
IT	68,53	19,74	1837	65,42	19,33	1227	65,22	19,41	1610	68,23	21,45	977	65,06	20,22	240	64,10	20,92	2840
PT	62,69	25,34	545	60,26	29,05	321	55,06	21,98	188	65,64	14,67	154			0	54,49	24,29	363
	21			22			23			24			25			26		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	64,89	24,02	88	55,87	26,89	430	59,34	25,80	487	66,00	41,32	311	61,09	21,50	854	54,60	24,20	228
DE	57,84	28,86	9	66,78	20,00	48	79,61	34,70	25	69,08	18,03	68	70,74	37,80	199	44,86	15,94	74
ES	43,39	25,06	165	55,92	24,36	1124	46,25	27,65	1340	56,11	25,83	451	53,71	23,58	1714	51,64	22,38	241
FI			0	60,21	27,61	126	58,70	22,93	99	45,33	16,48	23	63,47	21,74	354	63,34	27,89	86
FR	64,58	21,01	38	57,02	22,26	515	56,37	20,43	253	51,66	20,28	96	56,05	22,00	1278	52,05	21,70	268
IT	60,83	21,17	519	65,30	19,97	4135	62,55	20,92	2898	64,37	21,36	1891	66,20	20,77	9670	64,80	19,88	1744
PT	56,05	16,62	75	60,44	17,40	441	56,27	20,90	634	54,68	20,22	140	59,86	19,66	1019	56,08	14,52	54
	27			28			29			30			31			32		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	77,39	168,66	185	65,31	71,78	582	55,75	29,39	143	76,19	50,55	30	52,37	29,60	269	59,80	19,56	118
DE	74,90	26,48	57	64,49	22,24	147	50,93	14,30	15	48,89	6,72	6	58,90	6,12	12	54,24	9,62	6
ES	49,68	21,52	475	52,80	22,93	1016	53,72	23,73	631	58,28	28,07	89	50,16	35,59	326	49,67	22,17	174
FI	63,61	18,92	70	65,64	28,51	271	64,56	33,79	79	62,28	25,69	21	65,89	24,79	41	64,72	22,08	28
FR	52,67	20,73	228	59,77	28,71	516	64,13	26,82	196	75,64	87,53	61	54,76	21,64	111	66,27	32,00	133
IT	65,42	21,65	2617	65,84	19,81	7972	67,05	19,89	1130	64,05	20,46	503	69,55	18,87	2330	61,77	20,10	1438
PT	52,08	20,14	245	57,59	21,05	473	60,54	20,38	205	59,39	23,56	84	54,05	19,67	367	61,56	18,15	80
	33			37			38			39			45			46		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	68,47	19,45	97	65,65	12,63	12	57,35	22,20	170	86,34	3,67	6	69,70	20,80	1819	60,68	23,99	5283
DE			0	66,54	19,63	7	73,19	20,19	70			0	77,73	20,36	114	65,82	19,11	527
ES	46,78	23,69	86			0	56,31	30,11	130	58,90	13,96	12	61,09	21,52	3211	55,48	24,76	9931
FI	68,44	23,20	36			0	50,91	17,05	14			0	59,89	19,20	233	66,85	30,35	582
FR	65,46	16,53	401	75,92	20,56	5	48,12	18,41	123	71,14	7,04	13	68,65	17,51	2201	60,17	20,47	4730
IT	73,24	18,40	612	66,33	23,57	78	70,37	18,20	620	80,99	13,92	54	75,64	16,67	5724	70,43	19,55	14997
PT	56,76	18,26	99	83,22	1,39	2	53,64	22,54	130			0	65,88	20,53	1109	60,97	20,80	5038
	47			49			50			51			52			53		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	60,96	36,70	1223	56,78	27,53	635	60,94	18,90	12	77,05	8,80	12	65,98	23,61	198	82,37	26,52	13
DE	72,53	22,89	62	51,70	24,84	91	38,50	2,33	6			0	56,45	31,54	58			0
ES	56,08	27,70	1642	60,19	22,42	728	51,13	27,71	34	59,34	26,16	8	58,93	26,25	360			0
FI	62,55	20,85	427	71,90	18,88	98	80,37	11,43	35			0	61,19	18,56	47	93,61	5,89	6
FR	68,39	28,69	2960	65,17	18,49	955	65,82	14,43	6	51,77	5,83	5	81,83	47,54	146	55,90	13,66	11
IT	72,28	21,72	5015	71,18	20,72	1556	68,67	21,18	89	45,43	25,36	18	68,79	19,57	537	89,93	8,12	4
PT	64,19	25,04	1715	61,70	16,84	174	183,94	76,35	7			0	84,87	16,54	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	81,44	41,79	168	74,99	22,63	64	59,76	29,95	111	66,43	21,58	73			0	66,15	46,12	43
DE	68,60	42,40	12			0	68,92	13,67	15			0			0	81,69	17,26	11
ES	48,86	28,69	1004	54,48	36,15	231	50,06	28,54	374	84,50	110,21	83	31,87	8,92	8	51,40	28,41	106
FI	67,67	27,59	105	58,54	30,09	59	73,76	28,20	36			0			0	41,03	78,15	28
FR	82,31	61,40	447	63,25	51,68	478	64,67	28,10	223	51,84	32,82	27			0	50,42	16,39	16
IT	58,22	25,40	1106	75,07	20,64	477	64,21	20,65	362	59,97	27,56	28	68,60	14,46	19	71,08	26,15	25
PT	54,93	24,73	404	52,15	25,60	65	58,11	27,98	47	74,13	4,42	2			0	81,52	22,51	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	71,82	21,00	248	63,47	20,55	41	47,19	12,79	12	69,58	33,68	103	47,52	23,06	13	70,06	24,06	192
DE	61,71	23,42	96	49,62		1			0	48,17	23,45	48	27,11	14,14	18	51,06	1,98	5
ES	60,79	18,02	213	58,76	20,07	12	31,52	22,20	20	63,57	21,57	92	56,76	19,76	44	60,52	22,75	217
FI	82,61	34,14	13			0			0	54,07	23,70	36			0	26,93	15,21	5
FR	61,38	15,74	113	38,59	17,00	19	52,16	15,76	9	50,36	27,79	32	53,78	29,43	28	59,37	18,38	56
IT	75,14	18,03	550	67,38	18,76	64	71,81	21,02	58	65,53	21,47	319	65,60	23,60	88	73,66	18,34	136
PT	71,54	12,97	93			0	60,06	10,35	2	63,93	20,05	9			0	79,26	6,23	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	61,40	14,53	10	97,62		1	58,69	23,09	95	24,91	10,99	6	67,74	19,05	36	65,74	25,01	24
DE			0			0	43,07	26,04	6			0	83,73	7,97	6			0
ES	62,27	24,64	66	59,81	4,47	6	69,38	73,84	159	56,89	15,91	6	78,57	20,88	69	54,71	19,85	12
FI	55,74	7,07	6			0	23,04	7,17	17			0			0	75,74	12,85	6
FR	44,65	25,58	36			0	58,76	17,98	126			0	94,00		1	81,07	16,02	20
IT	71,18	18,28	176			0	74,60	17,59	175			0	64,09	18,43	41	92,76	12,63	43
PT			0			0	77,76	9,35	29			0	37,83	3,47	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	72,19	19,95	83	67,70	31,18	77
DE			0	53,90	24,58	22
ES	54,10	25,67	46	62,64	21,10	108
FI	50,86	22,86	13	40,96	13,10	14
FR	70,88	25,33	117	57,84	19,93	106
IT	68,73	21,43	189	73,73	21,16	297
PT	64,34	21,27	18	61,89	12,48	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

SIZE – Dimensão da empresa (logaritmo natural do volume de vendas)

		01			02			03			05			07			08		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,39	1,04	112	16,29	0,23	12			0			0	16,24	0,84	87			
DE		15,40	0,72	24			0			0			0	15,73	0,35	18			
ES		16,35	0,88	404	16,04	0,59	38	16,28	0,74	75	16,59	0,56	6	16,46	0,31	12	15,83	0,71	292
FI		15,43	0,62	24	16,05	0,48	8			0			0	16,02	0,90	23			
FR		15,43	0,76	140	15,58	0,93	23			0			0	16,24	0,83	157			
IT		16,18	0,86	756	15,23	0,57	21	16,18	0,75	49			0	15,62	0,75	605			
PT		15,23	0,89	222	14,99	0,46	21	15,93	1,30	11			0			0	15,50	0,88	137
		09			10			11			12			13			14		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,42	0,57	18	16,84	0,74	905	16,38	0,75	121	17,61	0,89	21	16,22	0,81	348	16,45	0,69	96
DE				0	17,32	0,70	53	16,77	0,50	23			0	17,52	0,23	24	17,46	0,29	18
ES				0	16,48	0,70	2316	16,22	0,64	384			0	16,03	0,69	494	16,19	1,03	244
FI				0	16,32	0,89	155	16,83	0,72	17			0	15,80	0,87	18	16,06	0,41	18
FR				0	16,12	1,00	722	15,72	0,66	94			0	15,72	0,76	140	15,99	0,82	101
IT		15,24	0,69	8	16,35	0,77	4662	16,22	0,80	884			0	15,99	0,72	2894	16,06	0,79	1851
PT				0	15,97	0,86	1099	15,46	0,93	178	17,20	0,41	6	15,50	0,72	649	15,49	0,58	632
		15			16			17			18			19			20		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,91	0,13	12	16,47	0,54	180	16,63	0,67	181	16,50	0,56	340	17,25	1,05	18	16,80	0,72	486
DE				0	17,22	0,18	9	16,94	0,75	33	15,97	1,02	22	19,42	0,15	6	17,23	1,05	71
ES		16,26	0,68	228	16,03	0,72	355	16,53	0,61	538	16,03	0,60	527	17,05	0,10	6	16,43	0,68	1139
FI		15,83	1,03	22	16,00	0,85	219	16,08	0,91	60	15,75	0,70	114			0	16,86	0,41	17
FR		15,65	0,76	76	15,75	0,76	426	16,10	0,81	133	15,64	0,65	315	16,29	0,23	12	16,24	0,90	333
IT		16,14	0,70	1837	15,84	0,74	1227	16,18	0,77	1610	15,82	0,79	977	16,32	0,64	240	16,23	0,76	2840
PT		15,50	0,54	545	15,34	0,69	321	15,87	0,78	188	15,32	0,68	154			0	15,65	0,89	363
		21			22			23			24			25			26		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,53	0,58	88	16,59	0,76	430	16,40	0,61	487	16,56	0,69	311	16,27	0,74	854	16,33	0,77	228
DE		16,06	1,06	9	16,80	0,77	48	15,62	0,53	25	16,80	0,71	68	16,73	0,93	199	16,81	0,61	74
ES		16,64	0,66	165	16,23	0,70	1124	16,05	0,77	1340	16,63	0,77	451	16,12	0,71	1714	16,17	0,68	241
FI				0	15,63	0,78	126	15,93	0,64	99	16,03	1,12	23	15,83	0,68	354	15,97	0,83	86
FR		16,35	0,95	38	16,21	0,88	515	15,96	0,77	253	16,32	1,05	96	15,76	0,77	1278	15,89	0,76	268
IT		16,52	0,65	519	16,11	0,76	4135	15,92	0,76	2898	16,35	0,84	1891	15,94	0,80	9670	15,93	0,74	1744
PT		16,22	0,82	75	15,71	0,81	441	15,37	0,83	634	16,01	0,80	140	15,42	0,73	1019	15,35	0,76	54
		27			28			29			30			31			32		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,55	0,59	185	16,26	0,67	582	16,87	0,74	143	16,73	0,59	30	16,44	0,56	269	16,34	0,63	118
DE		16,75	0,90	57	16,71	0,71	147	16,76	0,27	15	16,89	0,15	6	16,92	0,26	12	17,77	0,13	6
ES		16,31	0,65	475	16,20	0,68	1016	16,52	0,87	631	16,26	0,67	89	15,89	0,66	326	16,29	0,82	174
FI		16,05	0,62	70	15,89	0,79	271	16,20	0,73	79	15,72	0,96	21	15,45	0,51	41	15,82	0,73	28
FR		16,10	0,79	228	15,99	0,78	516	15,87	0,72	196	15,75	1,16	61	15,92	0,68	111	16,17	0,81	133
IT		16,12	0,75	2617	16,07	0,75	7972	16,21	0,78	1130	16,04	0,78	503	15,98	0,77	2330	15,97	0,80	1438
PT		15,67	0,90	245	15,49	0,70	473	15,76	0,92	205	15,54	0,67	84	15,21	0,58	367	15,42	0,84	80
		33			37			38			39			45			46		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,24	0,65	97	16,08	0,27	12	16,54	0,93	170	15,44	0,22	6	16,82	0,68	1819	16,68	0,80	5283
DE				0	15,53	0,20	7	16,47	0,76	70			0	17,23	0,68	114	17,38	0,98	527
ES		16,14	0,71	86			0	16,23	0,74	130	15,73	0,75	12	16,52	0,74	3211	16,35	0,76	9931
FI		16,07	0,63	36			0	16,37	0,44	14			0	16,39	0,91	233	16,37	0,93	582
FR		15,75	0,78	401	16,48	0,61	5	15,93	0,78	123	15,56	0,83	13	16,42	0,87	2201	16,21	0,84	4730
IT		15,82	0,76	612	15,86	0,74	78	16,29	0,75	620	15,83	0,68	54	16,60	0,79	5724	16,32	0,80	14997
PT		15,29	0,62	99	16,60	0,01	2	16,05	0,80	130			0	15,99	0,90	1109	15,74	0,80	5038
		47			49			50			51			52			53		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		16,38	0,74	1223	16,14	0,76	635	17,00	0,51	12	17,08	0,34	12	16,40	0,90	198	15,78	0,25	13
DE		16,82	0,63	62	16,09	0,96	91	16,21	0,08	6			0	16,12	1,19	58			0
ES		16,24	0,77	1642	16,16	0,66	728	16,41	0,35	34	16,67	0,37	8	16,37	0,80	360			0
FI		15,88	0,77	427	15,54	0,77	98	16,15	0,93	35			0	16,72	0,89	47	15,52	0,13	6
FR		15,93	0,85	2960	15,68	0,72	955	15,59	0,10	6	16,99	0,10	5	16,14	0,70	146	15,30	0,07	11
IT		16,06	0,79	5015	15,97	0,81	1556	16,29	0,76	89	16,44	0,59	18	15,95	0,84	537	16,66	0,38	4
PT		15,56	0,74	1715	15,52	0,61	174	15,39	0,62	7			0	16,04	0,15	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	15,81	0,55	168	16,16	0,75	64	16,40	0,75	111	16,14	0,54	73			0	16,72	0,67	43
DE	16,11	0,78	12			0	17,57	0,22	15			0			0	16,97	0,35	11
ES	15,65	0,56	1004	15,58	0,46	231	16,30	0,78	374	16,49	0,80	83	15,88	0,15	8	16,60	0,62	106
FI	15,48	0,77	107	15,76	0,89	59	15,86	0,85	36			0			0	16,04	0,63	28
FR	15,29	0,73	447	15,30	0,53	478	16,25	0,82	223	15,72	0,47	27			0	15,58	0,85	16
IT	15,16	0,85	1106	15,43	0,71	477	16,00	0,85	362	16,23	0,94	28	15,58	1,04	19	16,40	0,93	25
PT	14,67	0,83	404	14,95	0,60	65	16,00	0,71	47	14,70	0,15	2			0	15,52	0,37	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	16,36	0,83	248	15,95	0,60	41	16,01	0,25	12	16,28	0,83	103	16,90	0,61	13	16,24	0,83	192
DE	16,59	0,69	96	17,14		1			0	16,58	1,10	48	14,89	1,68	18	16,21	0,03	5
ES	16,17	0,78	213	16,40	0,44	12	16,74	0,70	20	16,64	0,86	92	15,92	0,82	44	16,13	0,74	217
FI	16,15	0,59	13			0			0	16,41	0,48	36			0	17,17	0,04	5
FR	15,65	0,80	113	15,94	0,46	19	15,28	0,80	9	15,13	0,52	32	15,61	0,44	28	15,60	0,85	56
IT	15,80	0,78	550	15,98	0,34	64	15,57	0,68	58	16,53	0,91	319	15,71	1,11	88	16,08	0,86	136
PT	15,87	1,00	93			0	14,59	1,28	2	16,37	0,94	9			0	14,68	0,11	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	16,53	0,46	10	16,90		1	16,44	0,71	95	16,05	0,04	6	16,40	1,02	36	16,24	0,38	24
DE			0			0	17,03	0,14	6			0	15,01	0,51	6			0
ES	16,12	0,87	66	16,79	0,17	6	16,05	0,80	159	16,06	0,54	6	16,82	1,11	69	15,39	0,57	12
FI	15,84	0,10	6			0	16,40	1,18	17			0			0	16,61	0,50	6
FR	15,63	0,78	36			0	16,14	0,76	126			0	16,56		1	15,59	0,66	20
IT	16,14	0,83	176			0	16,01	0,76	175			0	15,88	0,89	41	15,36	0,52	43
PT			0			0	15,23	0,76	29			0	16,38	0,16	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	16,17	0,47	83	16,22	0,85	77
DE			0	16,64	0,63	22
ES	16,05	0,69	46	16,51	0,78	108
FI	15,07	0,25	13	15,95	0,60	14
FR	15,64	0,74	117	15,58	0,70	106
IT	15,39	0,68	189	15,96	0,88	297
PT	15,11	0,38	18	16,20	1,52	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal

SGROW – Crescimento das vendas

		01			02			03			05			07			08		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		2,50	14,89	112	3,47	19,39	12			0			0	5,93	28,24	87			
DE		6,38	14,52	24			0			0			0	2,63	11,29	18			
ES		6,47	28,93	404	2,66	24,39	38	10,23	37,80	75	-20,12	26,55	6	4,90	32,24	12	-7,97	24,06	292
FI		3,31	9,68	24	11,61	44,64	8			0			0	11,99	48,15	23			
FR		5,02	17,40	140	3,75	15,61	23			0			0	2,29	15,04	157			
IT		5,78	25,88	756	2,95	18,59	21	4,39	23,37	49			0	0	-2,21	21,61	605		
PT		8,44	26,27	222	9,49	40,89	21	11,05	32,98	11			0		-3,83	24,69	137		
		09			10			11			12			13			14		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		0,25	16,90	18	5,96	22,34	905	5,41	12,25	121	2,49	9,19	21	0,12	29,29	348	1,13	19,11	96
DE				0	7,23	17,99	53	-2,59	8,20	23			0	3,29	12,98	24	-0,39	23,11	18
ES				0	4,24	17,94	2316	3,84	22,69	384			0	-1,76	17,98	494	-1,15	22,99	244
FI				0	6,46	14,64	155	17,59	19,33	17			0	-0,09	15,25	18	-2,16	10,72	18
FR				0	5,15	17,48	722	1,28	15,78	94			0	-0,76	17,12	140	0,86	15,24	101
IT		12,52	87,43	8	6,36	33,17	4662	5,41	44,51	884			0	0,81	21,76	2894	0,84	19,48	1851
PT				0	5,47	17,09	1099	5,69	18,36	178	18,38	49,66	6	3,31	21,01	649	2,94	23,23	632
		15			16			17			18			19			20		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		-1,78	9,01	12	3,74	25,15	180	2,61	15,95	181	2,17	14,34	340	10,51	17,79	18	4,75	19,32	486
DE				0	-7,25	11,22	9	1,34	14,02	33	3,04	12,92	22	6,28	19,05	6	7,19	21,85	71
ES		0,62	19,23	228	-3,93	20,14	355	2,72	21,34	538	-1,67	32,47	527	1,10	12,43	6	2,55	21,17	1139
FI		5,77	25,91	22	2,62	19,92	219	4,77	14,58	60	4,32	20,06	114			0	0,77	18,58	17
FR		6,25	18,09	76	1,33	16,34	426	3,79	16,35	133	1,99	18,75	315	7,49	6,65	12	4,15	18,10	333
IT		4,66	25,79	1837	-1,28	18,58	1227	3,97	16,55	1610	1,43	20,99	977	3,55	20,33	240	5,66	125,34	2840
PT		6,12	21,24	545	0,64	23,02	321	6,33	15,22	188	-0,42	14,00	154			0	2,60	19,47	363
		21			22			23			24			25			26		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		2,17	17,68	88	5,81	63,18	430	3,55	19,55	487	4,06	35,02	311	4,69	29,04	854	23,67	216,19	228
DE		12,34	22,24	9	5,63	16,02	48	4,36	24,30	25	9,64	36,14	68	28,56	282,94	199	4,42	17,76	74
ES		4,39	19,54	165	0,19	19,00	1124	-7,06	22,74	1340	1,60	30,08	451	0,26	36,52	1714	-0,57	27,03	241
FI				0	1,18	18,21	126	5,83	24,73	99	7,08	24,40	23	7,30	34,59	354	3,21	22,70	86
FR		5,15	18,44	38	4,38	25,93	515	1,82	15,36	253	2,67	26,84	96	4,05	26,80	1278	12,24	106,14	268
IT		7,06	32,72	519	3,06	21,87	4135	-0,74	27,16	2898	4,59	32,49	1891	4,16	55,67	9670	3,34	25,94	1744
PT		7,65	19,31	75	4,44	20,96	441	-2,16	19,65	634	6,24	28,11	140	2,88	23,22	1019	1,46	21,68	54
		27			28			29			30			31			32		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		4,53	35,55	185	5,98	30,90	582	0,78	25,22	143	4,06	20,77	30	0,60	13,59	269	2,53	26,52	118
DE		3,98	16,64	57	9,74	37,84	147	8,14	17,00	15	2,15	16,97	6	9,14	35,84	12	6,37	4,91	6
ES		4,32	106,57	475	6,62	114,51	1016	1,62	32,94	631	-0,07	38,01	89	-5,05	23,04	326	-1,90	21,67	174
FI		8,90	29,87	70	7,85	29,17	271	5,93	39,02	79	0,79	30,10	21	1,43	15,01	41	4,94	12,78	28
FR		4,19	19,57	228	4,47	23,48	516	4,30	21,48	196	14,79	46,36	61	1,18	16,53	111	6,44	38,29	133
IT		4,13	39,77	2617	5,48	33,42	7972	3,91	57,35	1130	24,18	473,77	503	-0,04	25,08	2330	3,39	36,98	1438
PT		2,56	22,05	245	2,94	22,12	473	3,75	38,85	205	10,40	46,87	84	3,04	24,71	367	1,15	15,69	80
		33			37			38			39			45			46		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		8,89	37,49	97	1,94	19,12	12	7,11	27,56	170	7,31	38,92	6	3,90	22,80	1819	4,62	21,92	5283
DE				0	4,76	23,02	7	8,02	36,47	70			0	0,50	14,57	114	4,91	22,69	527
ES		1,28	25,32	86			0	2,41	30,64	130	-16,51	25,83	12	-7,70	21,53	3211	-1,53	23,48	9931
FI		5,15	26,51	36			0	-1,24	28,61	14			0	0,19	17,37	233	7,79	50,65	582
FR		7,76	40,09	401	8,84	13,47	5	8,27	27,21	123	14,88	19,58	13	2,15	17,28	2201	4,35	26,54	4730
IT		9,12	78,48	612	2,51	21,75	78	7,88	31,50	620	3,11	21,62	54	-1,77	22,07	5724	2,11	25,02	14997
PT		6,94	40,16	99	1,06	1,50	2	10,67	34,88	130			0	-1,65	24,97	1109	1,01	25,79	5038
		47			49			50			51			52			53		
		Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE		4,49	19,75	1223	3,81	15,70	635	32,01	89,03	12	1,75	28,98	12	10,10	41,47	198	11,60	14,20	13
DE		3,89	16,22	62	6,97	19,97	91	5,27	7,76	6			0	1,81	11,27	58			0
ES		-1,88	18,67	1642	2,06	30,75	728	3,37	23,01	34	-0,88	23,88	8	4,56	28,40	360			0
FI		5,54	18,57	427	7,43	12,10	98	7,31	20,79	35			0	4,03	11,51	47	0,25	16,37	6
FR		3,02	12,65	2960	2,99	12,93	955	5,06	8,63	6	11,77	14,19	5	3,96	20,45	146	-0,69	4,42	11
IT		2,37	22,16	5015	4,47	22,79	1556	4,74	27,60	89	7,99	16,43	18	3,94	31,31	537	20,07	5,01	4
PT		1,22	17,30	1715	2,51	19,03	174	2,20	6,72	7			0	10,06	29,50	6			0

	55			56			58			59			60			61		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	2,27	12,99	168	6,73	18,35	64	0,86	10,72	111	4,73	21,32	73			0	5,19	27,17	43
DE	4,77	9,30	12			0	3,90	13,81	15			0			0	-0,04	3,58	11
ES	0,81	22,53	1004	0,26	33,70	231	-5,77	12,95	374	-1,55	25,28	83	-0,22	16,19	8	5,80	46,44	106
FI	2,75	15,14	107	6,30	15,69	59	-0,71	14,80	36			0			0	7,88	10,49	28
FR	2,93	14,41	447	2,78	9,73	478	8,23	39,66	223	2,82	8,32	27			0	2,38	18,18	16
IT	1,37	15,34	1106	2,44	13,09	477	-0,28	14,84	362	2,22	27,71	28	-6,55	17,87	19	9,42	30,31	25
PT	6,78	77,58	404	7,10	34,41	65	0,02	15,08	47	-9,82	13,62	2			0	-13,60	19,81	6

	62			63			69			70			72			73		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	12,01	75,26	248	-2,51	21,98	41	5,14	9,17	12	6,98	23,43	103	7,59	18,08	13	2,85	28,14	192
DE	4,79	17,25	96	3,42		1			0	-3,24	25,59	48	5,31	30,90	18	5,68	9,17	5
ES	0,19	21,89	213	0,99	33,51	12	0,50	16,29	20	-0,42	20,70	92	14,38	38,26	44	-0,51	31,19	217
FI	6,83	28,50	13			0			0	2,84	9,28	36			0	1,09	11,02	5
FR	4,44	14,74	113	6,21	21,25	19	8,04	14,91	9	3,54	26,95	32	0,44	15,75	28	8,24	39,81	56
IT	5,28	28,71	550	3,85	25,21	64	1225,57	9311,36	58	5,27	40,97	319	3,02	28,19	86	1,06	27,40	136
PT	4,30	24,95	93			0	-1,26	8,81	2	8,55	13,72	9			0	5,78	19,95	10

	74			75			77			78			79			80		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	-5,07	18,19	10	13,81		1	6,57	18,45	95	0,79	3,27	6	6,67	13,54	36	5,05	20,90	24
DE			0			0	3,77	24,25	6			0	26,55	41,93	6			0
ES	3,98	32,82	66	9,54	11,86	6	-8,53	25,12	159	7,03	16,70	6	3,14	24,26	69	-2,13	10,16	12
FI	2,42	13,61	6			0	2,83	14,05	17			0			0	35,28	21,38	6
FR	0,21	16,73	36			0	6,61	17,71	126			0	-12,01		1	4,68	9,15	20
IT	6,29	28,33	176			0	10,10	46,40	175			0	1,35	16,35	41	3,21	11,90	43
PT			0			0	1,44	26,21	29			0	-5,73	8,47	6			0

	81			82		
	Média	Desv.Pad	Obs	Média	Desv.Pad	Obs
BE	9,14	22,42	83	3,61	17,15	77
DE			0	9,81	20,32	22
ES	0,06	12,01	46	0,28	22,46	108
FI	5,31	10,05	13	10,65	39,39	14
FR	4,35	16,18	117	3,97	17,52	106
IT	4,00	18,09	189	6,37	46,99	297
PT	-0,40	16,80	18	7,40	29,28	32

BE - Bélgica; DE - Alemanha; ES - Espanha; FI - Finlândia; FR - França; IT - Itália; PT - Portugal