



Os determinantes dos *Corporate Cash Holdings*: Um estudo da realidade portuguesa

por

Ivo Daniel Silva Couto

Dissertação de Mestrado em Finanças

Orientada por

Professor Doutor Paulo Jorge Marques de Oliveira Ribeiro Pereira

2012

Índice

1. Introdução	1
2. Teorias Explicativas dos <i>corporate cash holdings</i>	3
3. Os determinantes dos <i>corporate cash holdings</i>	7
3.1. Custos de Transação e Motivo precaução	7
3.1.1. Custos Transação	7
3.1.2. Motivo Precaução	8
3.2. Custos de Agência	9
3.3. Oportunidades de Investimento	13
3.4. Activos substitutos e restrições de liquidez	14
3.5. <i>Hedging</i>	15
3.6. Linhas de Crédito	16
3.7. Dimensão da empresa	18
3.8. Volatilidade dos cash flows	19
3.9. Protecção legal	20
3.10. Variáveis Contabilísticas	21
4. Metodologia	22
5. Análise dos resultados	26
5.1. Análise dos determinantes dos <i>corporate cash holdings</i>	39
6. Conclusão	53
7. Bibliografia	55
8. Anexos	59

Índice de Tabelas

Tabela 1: Tabela contingência nível ótimo vs TRADEOFF	35
Tabela 2: Tabela contingência nível ótimo liquidez vs PECKORD	35
Tabela 3: Tabela contingência TRADEOFF vs PECKORD	37
Tabela 4: Teste independência Qui-quadrado	37
Tabela 5: Tabela contingência % participação gestores no capital vs estrutura accionista	43
Tabela 6: Teste de independência Qui-quadrado	45
Tabela 7: Teste de independência Qui-quadrado	45
Tabela 8: Relação determinantes e teoria do TRADEOFF e PECKING ORDER.....	52

Índice de Ilustrações

Ilustração 1: TRADEOFF vs PECKORD	37
Ilustração 2: Histograma variável MOTPREC	41
Ilustração 3: PECKORD vs % participação dos gestores.....	45
Ilustração 4: PECKORD vs Propriedade.....	45
Ilustração 5: Histograma variável ACTSUBRLIQ.....	47

Sumário

A literatura aponta para um aumento nos níveis de liquidez acumulados pelas empresas a nível mundial. O desenvolvimento teórico na temática dos *corporate cash holdings* não chegou, até ao momento, a uma conclusão universalmente aceite relativamente aos factores e pressupostos que norteiam a acumulação de liquidez.

A presente dissertação tem como objectivo estudar a acumulação de liquidez nas empresas portuguesas, assim como os determinantes que, mais decisivamente, influenciam os seus níveis de liquidez.

Serão analisadas as duas perspectivas teóricas que, de forma mais recorrente, são apresentadas pela literatura como as teorias explicativas da acumulação de liquidez, nomeadamente a teoria do *Trade Off* e a *Pecking Order*. Os determinantes da liquidez acumulada em estudo, são provenientes de diversos trabalhos académicos e foram compilados na presente dissertação de forma a obter uma análise mais abrangente. Os determinantes em análise são os custos de transação, o motivo precaução, os custos de agência, as oportunidades de investimento, os activos substitutos, *hedging*, as linhas de crédito, a dimensão da empresa, a volatilidade dos *cash flows*, a protecção legal e variáveis contabilísticas.

Foram inquiridos os responsáveis financeiros das empresas portuguesas listadas nas 500 Maiores e Melhores, publicadas pela revista Exame na edição de Janeiro de 2012.

As respostas obtidas foram analisadas e tratadas em *software* estatístico apropriado e as conclusões contextualizadas com a literatura relevante sobre o tema.

Abstract

Literature points to an increase in the levels of company`s accumulated liquidity in world markets. The theoretical development in the topic of corporate cash holdings is not yet an universal accepted conclusion regarding the factors and assumptions that guide liquidity`s accumulation.

This dissertation aims to study corporate cash holdings in portuguese companies as well as the determinants that, most decisively, influence their liquidity levels.

Will be studied two theoretical approaches that recurrently are presented in the literature as the explanatory theories of liquidity levels, in particular, the Trade Off theory and Pecking Order theory. Cash holdings determinants in study were provided by several academic papers and were compiled in this dissertation in order to obtain a more comprehensive analysis. The determinants analyzed are transaction costs, the precautionary motive, agency costs, investment opportunities, assets substitutes, hedging, credit lines, company size, cash flow volatility, legal protection and accounting variables.

We surveyed 500 chief financial officers (CFO) from portuguese companies listed in the “500 Maiores e Melhores *Exame*” magazine, published on January`s 2012 edition. The answers were analyzed and treated in appropriate statistical software. The findings are in context with the relevant literature on the subject under review.

1. Introdução

O objectivo da presente dissertação enquadra-se no estudo dos *corporate cash holdings*, mais concretamente, nos determinantes que afectam a acumulação de liquidez no contexto empresarial português.

A teoria existente nesta área era, até à poucos anos atrás, constituída essencialmente por estudos aplicados ao mercado americano e realizados por um pequeno grupo de autores, no entanto, recentemente, têm surgido novos contributos, teóricos e empíricos, provenientes de uma maior variedade de estudos aplicados a mercados diferentes como o europeu e asiático.

O contributo desta dissertação para a literatura relativa aos *corporate cash holdings*, será a análise e compilação dos resultados provenientes de um questionário aplicado aos gestores responsáveis pelo pelouro financeiro das 500 maiores e melhores empresas portuguesas de acordo com a revista Exame, quanto à acumulação de liquidez, bem como relativamente aos determinantes que mais decisivamente a influenciam. Será estudada e sugerida a relação que estes deverão apresentar quando enquadrados com as duas teorias explicativas analisadas – *Trade Off* e *Pecking Order*.

Não existe uma conclusão consistente e geralmente aceite pela comunidade académica relativamente à problemática dos níveis óptimos de liquidez a acumular, no entanto poderá sugerir-se que os níveis de liquidez acumulados estão globalmente a crescer. De acordo com uma notícia publicada pelo *Wall Street Journal*, no final do terceiro quadrimestre de 2010, 419 das empresas não-financeiras listadas no S&P 500 registaram um crescimento na liquidez acumulada de 49% face a 2007. No entanto, face ao período homólogo, a evolução mostrou-se mais pronunciada, registando-se uma taxa de crescimento de de 10.6% (de 2009 para 2010).¹

Uma outra notícia, publicada no Diário de Notícias, na secção de economia no final do primeiro quadrimestre de 2006, dá conta de um incremento nos níveis de liquidez em Portugal, face ao ano transacto, de 25%. De acordo com a publicação, a tendência observa-se também no resto da Europa, nomeadamente na Alemanha e França.²

¹ James R.Hagerty e Dana Mattioli, Big Firms Poised to Spend Again, *The Wall Street Journal*, 1st of January, 2011.

² Empresas estão mais ricas e acumulam dinheiro na banca, *Jornal de Noticias*, 6th of April, 2006.

Como será oportunamente apresentado e discutido, são diversos os determinantes dos níveis de liquidez alvo de análise pela literatura internacional com intuito de se estudar a relação que os mesmos deverão apresentar com a acumulação de liquidez.

Como objectivo final da presente dissertação, pretende-se sugerir, quais os determinantes, que na realidade empresarial portuguesa, influenciam os *corporate cash holdings*.

2. Teorias Explicativas dos *corporate cash holdings*

São duas as principais teorias explicativas dos níveis de liquidez existentes nas empresas. Estas assumem pressupostos e parâmetros distintos, conseqüentemente, os resultados esperados dos testes à aplicabilidade das mesmas na explicação da acumulação de liquidez são díspares. Ambas são válidas assumindo que os mercados de capitais são imperfeitos³. No entanto, sobre o pressuposto de que os mercados são perfeitos, o montante de liquidez existente nas empresas não teria impacto no valor das mesmas, pelo teorema da irrelevância de Modigliani e Miller.

A teoria do *Trade Off* postula que para garantir a maximização da riqueza dos accionistas, a empresa deverá definir um nível óptimo de liquidez para que os benefícios marginais de a deter igualem os respectivos custos marginais. Segundo Opler et al. (1999), acumular um *dollar* adicional em activos líquidos, reduz a probabilidade de a empresa se encontrar curta⁴ em liquidez, sobre o pressuposto de que o benefício marginal de deter activos líquidos decresce na proporção do aumento dos mesmos.

Alternativamente, de acordo com Custódio et al. (2005), a empresa poderá recorrer a financiamento externo nos mercados de capitais, liquidar activos, reduzir investimento ou cessar a distribuição de dividendos para obter liquidez.

A acumulação liquidez acarreta custos, os quais, de acordo com Opler et al. (1998) e Ferreira e Vilela (2004) se consubstanciam em desvantagens em termos fiscais (impossibilidade de deduzir fiscalmente os encargos financeiros), bem como numa baixa taxa de rendibilidade do prémio de liquidez inerente à liquidez acumulada (custo de oportunidade do capital investido em activos líquidos). Segundo Lins et al. (2008) existe ainda um custo directo denominado *cost-of-carry*, que se consubstancia na menor remuneração da liquidez detida face ao custo da dívida usada para financiar a liquidez acumulada. É necessário aferir que benefícios e custos estão associados à obtenção de liquidez de forma a torná-los quantificáveis, e assim comparáveis.

Esta perspectiva trata essencialmente de definir a estrutura óptima de capitais que a empresa deverá adoptar para sustentar a sua normal actividade, que de acordo com Ju et al. (2005) será efectada, pela existência de impostos e custos de falência.

³ No sentido de Fama (1970), entende-se por mercado eficiente, aquele em que se verificarem simultaneamente as condições de concorrência perfeita, ausência de atritos; tais como custos de agência; impostos e custos de transação, eficiência informacional e expectativas homogéneas.

⁴ Neste contexto Opler et al. (1999) considera que a empresa se encontrará numa posição curta em liquidez se tiver que reduzir ao investimento, no pagamento de dividendos ou vender activos para a obter.

De acordo com Opler et al. (1999), Ozkan e Ozkan, (2004), Custódio et al. (2005) e Ferreira e Vilela (2004) os benefícios a ter em conta quando se pretende acumular liquidez são a evidente redução da probabilidade de falência da empresa, a poupança em termos de custos directos com o recurso a financiamento externo, bem como uma relevante poupança em termos de custos de transação e por outro lado, o facto de a empresa poder utilizar a liquidez adicional de que dispõe para financiar as suas actividades e investimentos, quando outras fontes de financiamento não se encontrem disponíveis e os seus limites financeiros foram alcançados.

Relativamente aos benefícios associados à acumulação de liquidez anteriormente apresentados, os mesmos são identificados por Keynes, de acordo com Custódio et al. (2005), como motivo “custos de transação” para justificar a poupança realizada quando as obrigações da empresa podem ser satisfeitas com a liquidez retida, alternativamente a serem vendidos activos líquidos para o efeito bem como o recurso a financiamento externo mais caro; e como motivo “precaução” para justificar as reservas de *cash* detidas para enfrentar períodos de carência de liquidez.

Relativamente ao motivo “transação”, Miller e Orr (1966) mostra que empresas que enfrentem custos de intermediação financeira superiores detêm mais disponibilidades líquidas, Myers e Majluf (1984) sugerem que a obtenção de fundos externos, na presença de informação assimétrica, é mais dispendiosa do que a utilização de fundos obtidos internamente. Os estudos até aqui realizados sugerem que os custos transação, são no contexto da teoria do *Trade Off*, um determinante que influencia positivamente a acumulação de liquidez.

O motivo “precaução” não foi alvo de tão vasta atenção teórica como o motivo “custos transação”, no entanto a escassa literatura existente sobre o tema relaciona volatilidade dos *cash flows*, probabilidade de défice de tesouraria e liquidez acumulada positivamente.

Jiaping e Seungjin (2007) refere que o impacto da volatilidade dos *cash flows* na acumulação da liquidez depende das restrições financeiras a que a empresa está sujeita.

Será de esperar um aumento do nível de liquidez em resposta a um incremento da incerteza associada ao nível do *cash flow*. A evidência neste estudo aponta para a existência de uma relação positiva entre *cash flow* e liquidez acumulada em empresas que apresentem restrições financeiras. A relação deixa de ser significativa para empresas sem constrangimentos financeiros.

Assim sendo, em empresas com dificuldades financeiras, a realização de investimento futuro estará dependente da redução do nível de investimento actual, o que preconiza, nestas circunstâncias, um aumento no nível dos *corporate cash holdings*.

A proposta teórica contrária assume a não existência de um nível óptimo de liquidez. Lins et al. (2008) refere que de acordo com o postulado pela *Pecking Order*, o recurso ao mercado de capitais é tão dispendioso que toda a estrutura de capitais, incluindo o nível de liquidez acumulado, é uma consequência da rendibilidade da actividade da empresa, necessidades de investimento e política de distribuição de dividendos. Assim, a liquidez é acumulada quando o lucro excede as necessidades de investimento. Consequentemente, se a empresa acumular montantes significativos de liquidez e estiver confiante relativamente à sua rendibilidade futura, os dividendos pagos irão gradualmente aumentar até se esgotarem as reservas de *cash*.

Concluindo, a performance da empresa ditará o nível de liquidez acumulado, sendo esta uma variável residual.

De acordo com a perspectiva de análise em Ferreira e Vilela (2004), e no seguimento do anteriormente referido, o facto de a liquidez acumulada ser utilizada como almofada entre os lucros acumulados e as necessidades de investimento, dita a não definição de um nível óptimo de liquidez.

Assim sendo, de acordo com Myers e Majluf (1984) e Custódio et al. (2005), as empresas preferirão, em primeira instância, financiar os seus investimentos recorrendo a fundos internos, posteriormente à dívida e só posteriormente ao capital próprio, minimizando desta forma o custo da informação assimétrica e outros custos financeiros resultantes de eventuais interesses conflitantes entre proprietários e accionistas.

Formalmente, esta é conhecida como a Teoria da *Pecking Order* ou o Modelo de Financiamento Hierárquico, por Myers (1984).

Segundo Opler et al. (1999) o nível de dívida contratado, reage negativamente a alterações nos recursos internos das empresas. Assim, face a uma acumulação de liquidez, o nível de fundos externos contratados deverá decrescer. No entanto, face a uma situação de escassez de fundos a empresa ponderará contrair dívida. Isto é, os montantes de liquidez aumentam quando a rendibilidade da empresa é superior às necessidades de investimento, neste cenário será de esperar que sejam pagos dividendos como forma de diminuir as reservas de *cash* de acordo com Lins et al. (2008) e Opler et al. (1999).

O processo de diferenciação entre Teoria da *Pecking Order* e a Teoria do *Trade Off* tem-se mostrado deveras complexo, não existindo actualmente conclusões totalmente aceites no meio académico. Até ao momento, parece ser consenso entre os investigadores o facto de na teoria do *Trade Off*, os impostos e o risco de falência afectarem a liquidez existente nas empresas. Da mesma forma, existem evidências de que a liquidez é afectada, sobre a perspectiva da teoria da *Pecking Order*, pela selecção adversa, de acordo com Murray e Vidhan (2007).

A evidência empírica até agora explorada, parece corroborar as previsões da Teoria do *Trade Off* de acordo com Opler et al. (1999) e Lins et al. (2008), embora se utilizem as mesmas *proxies* nos testes realizados à validade da Teoria da *Pecking Order*, daí a dificuldade em concluir qual melhor se adequa à explicação da problemática dos níveis óptimos de liquidez a deter nas empresas, Bancel e Mittoo (2004).

Segundo Dittmar e Servaes (2003) a diferença mais relevante entre as duas perspectivas diz respeito ao sinal esperado da relação entre níveis de liquidez e investimento, o qual deverá ser positivo de acordo com a teoria do *Trade Off* e negativo de acordo com a teoria da *Pecking Order*. O impasse relativamente à existência (ou não) de um nível óptimo de liquidez irá perdurar, pelo menos, até serem encontradas evidências que, de forma inequívoca, invalidem as hipóteses avançadas por alguma das teorias existentes. De acordo com Frank e Goyal (2003) a teoria da *Pecking Order* tem perdido influência com a passagem do tempo, uma vez que foi fundada sobre bases de dados constituídas por grandes empresas, sendo que foram as pequenas a registar maior notoriedade e crescimento recentemente, e além disso, o capital próprio tem-se tornado cada vez mais importante. Ainda que, aparentemente, seja a Teoria do *Trade Off* aquela que reúne mais apoiantes, o facto é que ainda não foi possível rejeitar os fundamentos subjacentes à construção da Teoria da *Pecking Order*. Desta forma, continua a não ser líquida a resposta à questão de como se definem os níveis de liquidez existentes nas empresas.

3. Os determinantes dos *corporate cash holdings*

De acordo com Opler et al. (1999) as empresas definem níveis de liquidez *target*, principalmente as de menor dimensão e que estão sujeitas a riscos superiores, ao contrário das empresas maduras e com fácil acesso aos mercados financeiros.

Neste capítulo serão apresentadas as hipóteses teóricas avançadas pela literatura a fim de estudar a problemática do excesso de liquidez existente nas empresas. Pretende-se corroborar, de acordo com as conclusões já alcançadas na literatura, quais serão os factores que determinam os maiores ou menores níveis de liquidez por estas acumuladas, isto é, os determinantes dos *corporate cash holdings*.

O processo deverá iniciar pela análise relativa à alteração no valor da empresa para os accionistas, caso demasiados activos líquidos sejam detidos. Assumindo que os mercados de capitais são perfeitos, o excesso de liquidez é irrelevante. Por outro lado, na presença de imperfeições de mercado, a empresa deverá empreender uma gestão de liquidez eficaz, devido aos custos inerentes à sua acumulação, ou com a contratação de financiamento que substitua a liquidez acumulada. Para o efeito, de acordo com as propostas teóricas em análise, a empresa deverá garantir o balanceamento entre custos e benefícios marginais associados à liquidez excessiva ou hierarquizar a estrutura de financiamento.

3.1. Custos de Transação e Motivo precaução

3.1.1. Custos Transação

A literatura corrente sobre a teoria dos *corporate cash holdings* enfatiza dois motivos para a detenção de liquidez; o motivo custos de “transação” e o motivo “precaução”. Empresas em situações de carência de disponibilidades líquidas podem obter fundos vendendo activos, emitindo dívida e/ou capital próprio, bem como retendo o pagamento de dividendos.

O motivo “custos de transação” apresenta-se como aquele que mais frequentemente é invocado para justificar a acumulação de liquidez nas empresas. Desde logo, pode elencar-se o facto de a obtenção da liquidez necessária para viabilizar todo o processo operacional e financeiro inerente ao funcionamento da organização ser mais cara

quando é obtida no exterior, face à alternativa de reter os fundos internamente para o efeito. Pode, a este respeito, recorrendo ao modelo dos custos de transação apresentado em Opler et al. (1999), ser analisado o anteriormente referido. Concretizando, serão de esperar custos de transação mais baixos para empresas que tenham um histórico relevante de presença nos mercados de capitais. Sugere-se que empresas que detenham nos seus balanços activos líquidos, tornam a obtenção de liquidez imediata mais fácil e mais barata através da alienação destes activos. Por outro lado, o facto de as empresas pagarem dividendos regularmente, torna a obtenção de liquidez mais acessível por simples cessação da distribuição dos mesmos.

Ainda a respeito do modelo custos de transação, Opler et al.(1999), refere que a utilização de instrumentos financeiros de cobertura de risco permitirá à empresa evitar ter de recorrer ao mercado de capitais para suprimir variações aleatórias nos seus *cash flows*, como tal, será de esperar, que as empresas com custos significativos com a cobertura da sua exposição, acumulem mais liquidez.

3.1.2. Motivo Precaução

O motivo “precaução” remete para o facto de acumulação de liquidez se ficar a dever ao receio da gestão, que, devido à inexistência de fundos internos, ou impossibilidade de os obter externamente porque os mesmos são proibitivamente caros, determinadas oportunidades de investimento tenham forçosamente de ser abandonadas, de acordo com Ozkan e Ozkan (2004).

É relevante referir neste contexto a questão das assimetrias de informação na medida que as mesmas tornam mais difícil e cara a obtenção de fundos nos mercados financeiros. Logicamente as empresas tentam não obter fundos externos a preços sobreavaliados ou a um juro desadequado, no entanto a assimetria de informação resultante da incursão nos mercados pode ser tão elevada que seja mais compensatório à gestão vender activos ou optar pela redução do investimento de acordo com Opler et al. (1999). Recorrendo ao modelo dos custos de transação anteriormente referido, depreende-se que, os custos com a obtenção de fundos externos aumentam à medida que os activos vendidos são informacionalmente mais sensíveis, assim como quão mais importantes forem as assimetrias de informação.

Face ao anteriormente exposto, será de esperar que empresas com elevadas despesas em investigação e desenvolvimento acumulem níveis mais elevados de liquidez na

medida que estas são uma forma de investimento onde essas assimetrias de informação são evidentemente importantes, Opler e Titman (1994).

De acordo com Han e Qiu (2007) as restrições financeiras são uma variável importante na análise do motivo precaução e sugere que as empresas sem qualquer tipo de impedimento financeiro não deverão acumular liquidez por motivos de transação. No entanto, empresas que operem sobre restrições financeiras acentuadas, não poderão realizar investimento adicional sem que para isso reduzam ao nível do investimento corrente, uma vez que esgotaram o recurso a fundos externos. Este problema poderá ser ultrapassado com acumulação de níveis de liquidez superiores. Para além disso, um aumento na volatilidade dos *cash flows* futuros levará a que empresas que operem sobre restrições financeiras sejam mais prudentes e acumulem liquidez adicional, garantindo assim a possibilidade de investir.

De acordo com Dittmar e Servaes (2003) será de esperar que a relação entre os níveis de liquidez e os custos transação seja positiva, na medida que o volume de liquidez será superior quando os custos inerentes a esta acumulação e o custo de oportunidade de uma eventual insuficiência de *cash* sejam elevados. Relativamente à acumulação de liquidez por motivos de precaução, será de esperar uma relação positiva, uma vez que de acordo com Dittmar e Servaes (2003) esta relação está deveras relacionada com a assimetria de informação no recurso ao financiamento externo. No sentido de minimizar os custos que poderão surgir destas assimetrias deverá equacionar-se acumular liquidez.

3.2. Custos de Agência

A problemática da agência é recorrentemente referida e estudada pela literatura relacionada com os *corporate cash holdings*. Tem sido dada bastante relevância ao poder explicativo que a agência poderá dar aos níveis de liquidez acumulados pelas empresas. De acordo com Jensen e Meckling (1976) os custos de agência derivam dos interesses conflitantes entre agentes e proprietários das empresas, consequência dos diferentes níveis de utilidade que ambos apresentam. No contexto dos *corporate cash holdings*, e seguindo a perspectiva de Opler et al. (1999) os custos de agência surgem devido ao conflito de interesses entre accionistas e os credores, e ainda, possivelmente, entre as várias classes de credores.

Estes custos poderão ser uma explicação plausível para a não existência de níveis óptimos de liquidez nas empresas, porque de acordo com Ferreira e Vilela (2004),

níveis elevados de liquidez reduzem a pressão que recai sobre a performance dos gestores e ao mesmo tempo, permitem realizar investimentos em projectos que melhor vão de encontro aos seus próprios interesses. Com o intuito de diminuir os riscos a que aparentemente a empresa estará exposta, os gestores tendem a incrementar os níveis de liquidez acumulada, aumentando desta forma a discricionariedade na sua política de gestão, Opler et al. (1999).

Desta forma, serão de esperar níveis superiores de liquidez em empresas onde o problema da agência seja mais evidente, o que terá como consequência imediata a destruição de valor para o accionista, de acordo com Lins et al. (2008).

Considerando um cenário em que a gestão maximiza os interesses dos accionistas, Opler et al. (1999) refere que empresas muito endividadas sentem mais dificuldade em aceder a fundos adicionais, sendo mesmo em diversos casos, impossível renegociar os contratos de financiamento existentes no sentido de evitar a falência. Consequentemente, serão substituídos activos⁵ o que tornará a dívida mais cara em termos de taxa de juro exigida bem como em termos de garantias (*covenants*) anexas ao contrato de financiamento. Por outro lado, o problema do sub-investimento⁶ também poderá surgir - o recurso a fundos adicionais para investir poderá beneficiar os credores e não os accionistas. Obviamente os segundos preferirão não investir, ainda que se apresentem projectos com elevado potencial de rendibilidade.

De acordo com Opler et al. (1999) as empresas procuram evitar situações em que os custos de agência associados ao endividamento são tão elevados, que estas não consigam obter fundos para investir em projectos com valor. A forma de ultrapassar o problema passará pela redução do nível de endividamento, o que consequentemente, ditará uma acumulação de níveis mais elevados de *cash*.

Em empresas em que apenas a gestão detém a informação relativa à carteira de investimentos a realizar em detrimento dos investidores, é de esperar que sejam acumulados níveis superiores de liquidez. A gestão poderá utilizar como subterfúgio o elevado volume de investimento para que, discretamente, disfarce os excessos que são gastos, Opler et al. (1999).

Assumindo um cenário de existência de gestão discricionária, o aumento no nível de liquidez acumulada pode ficar a dever-se simplesmente à aversão ao risco da gestão e

⁵ Referência em Opler et al. (1999) de Jensen e Meckling (1976)

⁶ Referência em Opler et al. (1999) de Myers (1977)

quanto mais entrincheirada⁷ esta estiver e mais cláusulas anti *takeover* possuir, maior a probabilidade de se acumular liquidez excessiva. A gestão poderá simplesmente acumular liquidez no sentido de ganhar a flexibilidade necessária à persecução de objectivos pessoais. Assim, de acordo com Opler et al. (1999), os custos na obtenção de fundos externos adicionais também aumentam, uma vez que quem disponibiliza estes fundos desconhece o verdadeiro destino a dar aos mesmos. Refere-se ainda que a acumulação de liquidez excedentária poderá ficar a dever-se ao desejo de não distribuir dividendos pelos accionistas, mantendo-os na empresa e dando-lhes como destino, qualquer tipo de projecto, até mesmo aqueles que sejam eventualmente destruidores de valor para o accionista.

Concluindo, Opler et al. (1999) apresenta quatro pontos que influenciarão a acumulação de liquidez na presença de custos de agência de gestão discricionária, nomeadamente a gestão altamente dispersa isto é, a existência de grandes accionistas cujas participações se encontram em si concentradas, torna a empresa um alvo de *takeover* mais fácil, empresas de dimensão grande empresas tenderão deter mais liquidez na medida que o factor dimensão está correlacionado com a possibilidade de *takeover*, o baixo nível de endividamento e existência de cláusulas anti *takeover* que a proteja de eventuais compradores.

Desta forma, seguindo os resultados obtidos em Ferreira e Vilela (2004) sobre a perspectiva da agência, será de esperar que a relação entre as oportunidades de investimento e a liquidez acumulada seja negativa, porque mesmo na presença de projectos com valor actualizado líquido negativo, as empresas tendem a reter a liquidez que lhes permita realizar estes investimentos, o que consequentemente irá diminuir o valor para o accionista. Relativamente ao endividamento, será de esperar também uma relação negativa já que menos endividamento será sinónimo de menor monitorização permitindo assim, maior discricionariedade por parte da gestão. Relativamente à dimensão da empresa, será de esperar que esta apresente uma relação positiva com os níveis de liquidez, já que quanto maior for a dimensão da empresa, maior deverá ser a dispersão do capital, o que, consequentemente, trará um maior poder discricionário à gestão para que se sejam perseguidos objectivos nem sempre maximizadores do valor da empresa.

⁷ Entenda-se por entrincheiramento, no contexto de agência, todas as diligências que o gestor encetar por forma a diminuir a possibilidade de ser substituído; aumentar a sua riqueza pessoal e perpetuar o controlo discricionário da empresa

Analisando a influência que os custos de agência terão na acumulação de liquidez de acordo com a teoria do *Trade Off*, será de esperar que o nível de liquidez aumente no sentido de reduzir a probabilidade de ocorrência de problemas financeiros bem como para garantir a possibilidade de investimento em projectos que sirvam os interesses dos *shareholders* e não dos gestores, Cauderec (2005). A suportar esta relação positiva está o argumento em Custódio et al. (2005) e Fama e French (2002) de que empresas que não consigam aceder ao financiamento via mercado de capitais com relativa facilidade ou enfrentem elevados custos de transação devido a problemas de agência (que derivam de informação assimétrica), deverão apresentar níveis de *cash* superiores. No entanto, de acordo com Opler et al. (1999), a relação poderá ainda ser negativa sobre a perspectiva de a propriedade da empresa ser detida pela gestão. A justificação está nos custos associados à acumulação de liquidez e aos elevados volumes de *cash* não colocados à disposição da gestão para serem utilizados de acordo com o seu próprio critério.

Não é claro o sinal da relação existente entre os *corporate cash holdings* e os custos de agência à luz dos resultados obtidos em Opler et al. (1999), os quais não se mostraram conclusivos.

De acordo com Dittmar e Sarvaes (2003) o motivo pelo qual os estudos sobre os efeitos dos custos de agência sobre os níveis de liquidez acumulada não se mostraram significativos deve-se ao facto de a aplicação dos mesmos ter sido feita no mercado de empresas americano onde os accionistas gozam, mais recentemente, de substancial protecção, uma vez que estes podem legalmente exigir a restituição de fundos utilizados indevidamente. Os resultados do estudo mostram que em países onde a protecção sobre o accionista é mais fraca, os custos de agência tornam-se mais explicativos dos níveis de liquidez acumulados, e ao mesmo tempo, o poder explicativo dos restantes determinantes menos evidente.

Enquadrando a relação entre acumulação de liquidez e os custos de agência no postulado pela teoria da *Pecking Order*, será de esperar observar uma relação positiva, já que de acordo com Opler et al. (1999), o aumento das reservas de *cash*, poderá ficar a dever-se simplesmente à aversão ao risco da gestão (ter de recorrer a fundos externos mais caros). Para além disso, o entrincheiramento da gestão e a possibilidade de contornar a disciplina imposta pelo mercado também é apresentada em Opler et al. (1999) como justificação para a relação positiva verificada. A corroborar esta argumentação está o sugerido em Ozkan e Ozkan (2004) de que na presença de

assimetrias de informação, as empresas tendem a seguir uma hierarquia no seu financiamento, preferindo recorrer ao financiamento interno face à sensibilidade informacional apresentada pelo financiamento externo.

3.3. Oportunidades de Investimento

Por oportunidades de investimento Opler et al. (1999) e Barclay e Smith (1995) consideram todas as oportunidades de negócio cujo valor actualizado líquido seja positivo.

De acordo com Ferreira e Vilela (2003) e Ozkan e Ozkan (2004) os custos de se incorrer numa situação de carência de liquidez é superior em empresas com maiores oportunidades de investimento devido às perdas esperadas resultantes do não aproveitamento de investimentos com potencial de valor. Assim, sugere-se que, segundo a óptica da teoria do *Trade Off*, a relação entre a acumulação de liquidez e as oportunidades de investimento é positiva.

A mesma relação positiva é esperada no contexto da teoria da *Pecking Order*. De acordo com Ferreira e Vilela (2003), um elevado número de potenciais investimentos gera uma procura de elevados níveis de liquidez na medida que, na eventualidade de ocorrer um défice de tesouraria, a empresa terá de abandonar parte ou a totalidade destas oportunidades de investimento, a não ser que, como alternativa contrate financiamento externo a um preço superior. Assim, por precaução, será de esperar um aumento nos níveis de *cash flows* acumulados.

Por outro lado, é também de esperar que quanto mais forem as oportunidades de realizar bons investimentos, maior serão os eventuais custos de falência.⁸ Na perspectiva Ozkan e Ozkan (2004) isto acontece pelo facto de as oportunidades de investimentos apresentam natureza intangível, sendo provável que o seu valor decresça significativamente face à ameaça de falência ou dificuldades financeiras da empresa. Assim, no sentido de evitar ter de abdicar de boas oportunidades de investimento, é de esperar que as empresas acumulem mais liquidez.

Existe ainda uma relação relevante entre as oportunidades de investimento e os custos de agência. De acordo com o Myers (1977) empresas com maiores oportunidades de crescimento enfrentarão custos de agência superiores, resultado dos maiores níveis

⁸ Referência Ozkan e Ozkan (2004) de Williamson (1988) e Shleifer e Vishny (1992)

de endividamento contratados para concretizar projectos adicionais. Consequentemente, o custo de financiamento aumentará, o que contribuirá para incrementar a acumulação de liquidez.

3.4. Activos substitutos e restrições de liquidez

O facto de as empresas operarem com restrições ao nível dos fundos disponíveis para levar a cabo a sua normal actividade, terá como principal consequência a não prossecução de janelas de investimento que se poderão candidatar a elevadas taxas de rendibilidade.

Podem entender-se como restrições financeiras a totalidade dos constrangimentos que as empresas têm de enfrentar quando decidem recorrer aos mercados de capitais a fim de se financiarem, que de acordo com Almeida et al. (2004) podem ser representadas por *proxies* como o *payout*, vendas e *rating* da dívida.

A literatura sugere que são as empresas que enfrentam largos períodos de escassez de liquidez, aquelas que mais frequentemente abandonam novos projectos de investimento, mais, o decréscimo no valor dos *cash flows*, na presença de mercados imperfeitos, incrementam os custos no acesso ao mercado de capitais. Consequentemente, para evitar afectar futuros investimentos, as empresas que possuam *cash flows* mais voláteis, tendem a ver afectados os níveis de liquidez acumulados, de acordo com Minton e Schrand (1999). A corroborar estes resultados estão os obtidos em Almeida et al. (2004) os quais sugerem que é de esperar, que as empresas cuja actividade esteja sujeita a restrições financeiras acumulem mais liquidez se a volatilidade dos *cash flows* aumentarem. Por outro lado, não são encontradas evidências significativas que indiquem qual deverá ser o comportamento das empresas não sujeitas a qualquer tipo de restrição financeira.

Denis e Sibilkov (2007) sugere que empresas que tenham de enfrentar custos financeiros superiores, tendem a acumular mais liquidez, face às que suportam custos inferiores. Por outro lado, quer para empresas com custos de financiamento elevados, como para as que enfrentam custos inferiores, são notórios os níveis de investimento superiores associados a níveis mais elevados de liquidez.

Existem, no entanto, substitutos à liquidez acumulada pelas empresas que poderão ser utilizados para evitar ou combater quaisquer restrições financeiras ou eventuais défices de tesouraria.

É recorrentemente apresentado na literatura como exemplo de substituto à acumulação de liquidez, o recurso a financiamento externo, sendo o endividamento bancário uma *proxy* da capacidade da empresa emitir dívida, de acordo com John (1993).

Será de esperar, uma relação negativa entre liquidez acumulada e a alavancagem, no entanto seguindo a argumentação em Ozkan e Ozkan (2004), níveis superiores de endividamento poderão ser sinónimo de dificuldades financeiras futuras. Neste caso, com o intuito de fazer face a esta possibilidade, será de esperar que as empresas acumulem mais liquidez.

Outro substituto apresentado pelo estudo anteriormente referido são os outros activos que não assumem o formato de *cash* no verdadeiro sentido do termo. Segundo os autores, é razoável assumir que é bastante mais baixo o custo de converter este tipo de activo líquido em *cash* face aos restantes.

Assim, sugere-se que empresas detentoras de activos líquidos poderão obter fundos adicionais sem ter de recorrer a financiamento externo, pela simples liquidação dos mesmos.

Desta forma, poderá sugerir-se que a relação entre os activos substitutos de liquidez e a acumulação de liquidez excessiva é negativa, na perspectiva da teoria do *Trade Off*, de acordo com o previsto por Ferreira e Vilela (2003). Também no âmbito da *Pecking Order*, de acordo com o pressuposto da estrutura hierárquica do financiamento, numa situação de debilidade de tesouraria, a empresa, irá recorrer aos activos líquidos existentes no seu balanço, e só posteriormente avançará para soluções de financiamento externo.

3.5. Hedging

A realização de *hedging* para precaver a impossibilidade de realizar investimentos futuros está associada à acumulação de liquidez para empresas que operem com constrangimentos de tesouraria.

Esta abordagem inovadora do conceito de *hedging* sem recorrer ao uso de derivados financeiros é explorada em Archarya et al. (2007) onde se sugere que as empresas

sujeitas a restrições financeiras, irão preferir acumular níveis superiores de liquidez se as suas necessidades de cobertura (para concretizar oportunidades de negócio futuro) forem elevadas. Caso assim não aconteça, então o estudo revela que as empresas irão preferir dispor de maior capacidade de endividamento, face à alternativa de acumular de liquidez para o mesmo propósito.

Sugere-se que empresas que não operem sobre restrições financeiras não mostrem propensão para acumular liquidez. Em vez disso, estas empresas irão utilizar o *free cash flow*, reduzindo o montante de dívida contratada em excesso.

Desta forma, utilizando diferentes combinações de liquidez e dívida com o intuito de alocar os fundos aos diferentes estados financeiros com os quais a empresa se pode deparar, esta poderá aperfeiçoar o *matching* entre as necessidades de financiamento e as oportunidades de investimento, influenciando desta forma o volume de liquidez acumulado, Archarya et al. (2007).

Kusnadi e Wei (2011) sugerem que as políticas de gestão de tesouraria dependem das necessidades de realização de *hedging*. Mais especificamente, a relação negativa entre a proteção legal sobre os accionistas e volatilidade dos *cash flows* deverá ser mais pronunciada em empresas com maiores necessidades de realização de *hedging* e como tal, nestas circunstâncias, será de esperar uma maior acumulação de *cash*. Pelo contrário, uma relação positiva é esperada entre as restrições financeiras e a sensibilidade dos *cash flows*, o que por seu turno, também deverá contribuir para a subida o nível de liquidez acumulada.

Concluindo, será de esperar que a acumulação de liquidez aumente com os efeitos da legislação protecionista dos interesses dos accionistas e as restrições financeiras sobre a sensibilidade dos *cash flows*. Este efeito e consequentemente o nível de liquidez acumulada, será mais acentuado em empresas com maiores necessidades de cobertura de risco associado à implementação de investimentos futuros.

3.6. Linhas de Crédito

A actividade empresarial poderá ser financiada via fundos internos resultantes da acumulação de liquidez bem como, através do recurso a fundos externos, por exemplo, empréstimos bancários e emissão de dívida. Existem factores a ter em consideração na escolha da alternativa a adoptar, sob pena desta escolha não ser maximizadora do valor

da empresa. Segundo Lins et al. (2008) a existência de *covenants* nos empréstimos obtidos pelas empresas dificultam a obtenção de liquidez no momento em que estas necessitam, facto, que se agrava quando as mesmas enfrentam condições financeiras adversas. Adicionalmente, sugere-se que uma linha de crédito apenas será um substituto às disponibilidades monetárias enquanto a empresa apresentar resultados operacionais positivos, caso contrário estará a violar uma eventual cláusula estabelecida pelo *covenant* e perderá acesso a parte substancial da linha de crédito disponibilizada, Sufi (2007). Esta é no entanto a forma preferencial de financiamento pelas empresas, de forma transversal, nos países analisados em Lins, et al. (2008). Contrariando a conclusão anterior, Yun (2008) mostra que a liquidez obtida internamente é preferível às linhas de crédito contratadas quando o *corporate governance* na empresa é fraco, indo de encontro à premissa de que empresas deficientemente geridas não querem ser alvo da monitorização empreendida pelas instituições bancárias que disponibilizam as linhas de crédito.

Um argumento semelhante é utilizado por Ferreira e Vilela (2003) que refere que existe uma ligação muito próxima entre o endividamento e a probabilidade de falência devido aos planos de amortização rígidos propostos à gestão da empresa. No sentido de reduzir as hipóteses de falência, as empresas tendem a apresentar níveis superiores de liquidez nos seus balanços.

Face ao anteriormente exposto, não é clara a relação que o excesso de liquidez deverá apresentar com as linhas de crédito ao abrigo da teoria do *Trade Off*, pois se por um lado o acesso aos fundos disponibilizados por estas linhas poderão levar a uma diminuição, obviamente compreensível, na liquidez excessiva (relação negativa), por outro lado, as elevadas restrições inerentes ao recurso a linhas de crédito poderão tornar a sua relação com os níveis de liquidez positiva. No entanto, de acordo com a *Pecking Order*, tendo em conta os resultados apresentados em Ferreira e Vilela (2003), o endividamento cresce quando os custos com o investimento superam os lucros retidos. A acumulação de liquidez deverá seguir o padrão oposto, diminuindo quando os custos do investimento excedem os ganhos acumulados. Desta forma, será de esperar que a relação entre os níveis de liquidez detidos e as linhas de crédito seja negativa.

3.7. Dimensão da empresa

A relação entre a dimensão da empresa e os níveis de liquidez por si acumulados poderá ser positiva ou negativa. Enquadrando a análise nas duas perspectivas teóricas em estudo, a literatura aponta para uma relação negativa à luz da teoria do *Trade Off* e uma relação positiva de acordo com a perspectiva da *Pecking Order*.

É evidente que empresas com maior dimensão terão uma gestão de liquidez mais cuidada e regrada, e beneficiarão, eventualmente, de economias de escala de acordo com Bates et al. (2009), factos que poderão explicar que empresas de menor dimensão acumulem mais liquidez face às de dimensão superior.

Faulkender (2004) corrobora esta constatação e sugere que são as economias de escala que estão associadas à dimensão da empresa, a potencial explicação para o facto de as de maior dimensão apresentarem, à partida, níveis de *cash* inferiores face às empresas de menor dimensão. Uma vez que os projectos das empresas de elevada dimensão são provavelmente superiores aos das empresas mais pequenas, a taxa de retorno necessária para compensar os custos de transação fixos, tendem a decrescer com a dimensão da empresa. Desta forma, as pequenas empresas abandonam projectos com retornos mais elevados face às grandes empresas, devido aos custos de transação vinculativos, sendo mais benéfico para estas acumular liquidez. O estudo sugere que o nível de liquidez tende a diminuir com a dimensão.

Por outro lado, o facto de as taxas de juro cobradas no recurso à dívida bancária não estarem apenas correlacionadas com a dimensão do empréstimo, mas também com a dimensão da empresa, justifica o facto de os empréstimos concedidos a pequenas empresas serem historicamente mais caros do que às empresas que apresentam dimensão mais relevante, isto devido à escassez de informação e aos custos acrescidos de os obter, contribuindo para o conseqüente aumento de liquidez acumulada nas empresas de menor dimensão, de acordo com Peterson e Rajan (2003).

Sugere-se ainda que empresas de maior dimensão, evidenciem uma probabilidade menor de enfrentar situações de défices de tesouraria e como tal acumulem menos liquidez.

Face aos argumentos expostos, será de esperar uma relação negativa entre a dimensão das empresas e os montantes de liquidez por elas detida sob a perspectiva do modelo de *Trade off*.

O resultado será oposto caso a perspectiva seja a da teoria da *Pecking order* na medida que se espera, que empresas com bons desempenhos financeiros, devam em teoria, deter mais liquidez para financiar bons projectos de investimento, Ferreira e Vilela (2004). Não será de esperar que empresas de dimensão relevante não apresentem soluções de financiamento interno e como tal tenham de recorrer a fundos externos.

3.8. Volatilidade dos *cash flows*

A relação entre *cash flows* e nível de liquidez acumulada é ambígua porque por um lado, quando os fundos existentes são abundantes, a empresa pode investir em projectos com elevada perspectiva de rendibilidade futura. Nestas circunstâncias, sob a perspectiva do motivo “custos de transação”, não será de esperar que a liquidez excessiva se acumule, consubstanciando-se a relação negativa entre *cash flow* e liquidez. Por outro lado, quando uma empresa gera *cash flow* em grande quantidade, menor será a dependência que irá sentir dos mercados financeiros, no entanto, menor também será o controlo dos accionistas sobre a actuação dos gestores. Assim sendo, como forma de mitigar este problema, as empresas tendem a acumular níveis mais elevados de liquidez de acordo com a perspectiva da *Pecking Order*, Couderc (2005).

As variáveis risco e volatilidade terão também influência nos níveis de liquidez por via dos *cash flows*. De acordo com Bates et al. (2009), o recente crescimento nos níveis de liquidez acumulados pelas empresas fica a dever-se, entre outros factores, ao aumento do risco associado aos seus *cash flows* e ao consequente aumento da sua variabilidade. Seguindo a mesma linha de argumentação Dittmar e Servaes (2003) sugere que empresas que apresentem *cash flows* mais voláteis tendem a acumular mais *cash* no sentido de se protegerem da maior probabilidade de entrar numa situação de défice de tesouraria.

Relativamente à volatilidade dos *cash flows* e à sua relação com a acumulação de liquidez, Ferreira e Vilela (2004) sugere que, de acordo com os resultados obtidos, empresas cujos *cash flows* se mostrem mais incertos, serão mais propensas a crises de tesouraria. Desta forma e corroborando o previsto pela teoria do *Trade off*, será de esperar que estas empresas acumulem mais liquidez.

De acordo com o previsto por Afza e Adnan (2007) a mesma relação positiva, será esperada entre a volatilidade dos *cash flows* e a liquidez acumulada. A explicação segue

os pressupostos da *Pecking Order*, mais concretamente o respeito pela hierarquia de financiamento proposto por esta perspectiva teorica, para fazer face a um eventual défice de tesouraria.

3.9. Protecção legal

A liquidez excedentária existente nas empresas está também relacionada com o nível de protecção legal existente sobre os direitos dos accionistas (por via da sensibilidade dos *cash flows*). Segundo o previsto por Almeida et al. (2004), o nível de legislação proteccionista a incidir sobre os direitos dos accionistas reflete-se nos custos de financiamento externos, que quanto maior forem, mais elevadas serão as reservas de liquidez detidas para fazer face ao incremento nos custos, de acordo com o previsto pela Teoria do *Trade Off*. Por outro lado, a maior protecção legal, será sinónimo de menores restrições no acesso aos mercados de capitais para financiamento, por via da maior monitorização exercida sobre a gestão e desempenho da empresa, seguindo os pressupostos previstos pela Teoria da *Pecking Order*.

De acordo com Kusnadi e Wei (2011) será de se esperar que empresas situadas em países onde a protecção dos investidores minoritários seja mais forte, apresentem uma volatilidade nos seus *cash flows* menor do que em países onde esta protecção seja mais fraca, resultado do mais fácil acesso a fundos no mercado de capitais. Por outro lado, será de esperar que o efeito das restrições financeiras existentes ao nível do *cash flow*, seja mais importante para as empresas localizadas em países com legislação proteccionista mais fraca, do que as que estão localizadas em países com restrições legais mais fortes. Neste sentido, o estudo avança a hipótese de as empresas serem levadas a mitigar a escassez de liquidez com recurso a fundos externos quando estão sobre algum tipo de restrição financeira.

Diitmar e Servaes (2003) sugerem que de acordo com os resultados obtidos no seu estudo, as empresas que situam em países onde o nível de protecção legal sobre os accionistas é mais forte, acumulam substancialmente mais liquidez do que as empresas situadas em países onde esta protecção é menos forte. Desta forma, o estudo evidencia que o *corporate governance* influência nos níveis de *cash* acumulados.

3.10. Variáveis Contabilísticas

Koshio e Cia (2003) apresenta conclusões interessantes relativamente à relação existente entre a liquidez excedentária e algumas variáveis contabilísticas.

O estudo demonstra existir uma relação negativa entre liquidez detida e resultados operacionais, na medida que quando estes são elevados, os fundos acumulados para suprimir eventuais perdas serão inferiores.

Por outro lado, assume-se que existe uma relação positiva entre liquidez e investimentos em capital, nomeadamente investimentos em subsidiárias e aquisição de outras empresas, já que quanto maior for a variação nos investimentos em capital, maiores serão as necessidades de liquidez por motivos de transação, precaução e especulação.

Por outro lado, prevê-se ambiguidade na relação entre os níveis de liquidez e as dívidas a receber, já que quando estas aumentam, a liquidez detida irá diminuir, sendo que existe a possibilidade de transacionar estas dívidas nos mercados e com relativa facilidade transforma-las em *cash*. Na hipótese de as dívidas se tornarem incobráveis, a acumulação de liquidez em excesso, por motivos de reserva, é um cenário plausível.

Da mesma forma, poderá existir uma relação positiva entre as dívidas a pagar e os níveis de liquidez, bem como uma relação negativa. A relação com sinal positivo entre as duas variáveis ficará a dever-se desde logo aos custos adicionais com a renegociação da dívida bem como ao facto de uma vez não cumpridos os prazos de pagamento, a liquidação da dívida terá que ser feita em montante superior e em espaço de tempo mais curto face ao inicialmente previsto, representando respectivamente o motivo transação e precaução, de acordo com Koshio e Cia (2003).

De acordo com este estudo será ainda de esperar uma relação ambígua entre a variação líquida no activo fixo e o nível de liquidez. Assumindo investimento adicional em activo fixo (variação positiva no valor do activo fixo), e pressupondo que este apresenta sempre algum risco associado, espera-se que os níveis de liquidez aumentem por motivos de precaução e de especulação. Por outro lado, um desinvestimento em activo fixo, em valor superior à depreciação do mesmo, providenciará um *cash inflow* que contribui para diminuir as necessidades de liquidez, Koshio e Cia (2003).

4. Metodologia

O estudo da acumulação de liquidez nas empresas portuguesas levado a cabo na presente dissertação, exigiu a elaboração e aplicação de um questionário com o intuito de analisar os factores, que de forma mais determinante, influenciam os seus níveis de liquidez.

O questionário construído teve por base a literatura existente nesta temática, bem como o questionário utilizado em Graham e Harvey (2001). Relativamente ao conteúdo dos questionários, os mesmos são relativamente distintos na medida em que o primeiro está focado no estudo dos *corporate cash holdings*, enfatizando a estrutura e custo de capital e no utilizado nesta dissertação, o foco está na Teoria do *Trade Off* e da *Pecking Order* bem como nos determinantes da acumulação de liquidez. No entanto, a estrutura e organização do questionário aplicado segue as linhas do utilizado em Graham e Harvey (2001).

No sentido de uniformizar os conceitos relevantes na construção de questionários, tornar o mesmo menos dúbio e maximizar a taxa de respostas, recorreu-se a estudos onde constam técnicas a considerar na elaboração deste tipo de ferramenta, Hill e Hill (1998), Amaro et al. (2005), Cabral (2006).

Para a construção das questões presentes no inquérito foi utilizado o conteúdo teórico obtido com a revisão bibliográfica realizada ao tema dos *corporate cash holdings*.

O questionário está dividido em quatro partes. A primeira é constituída por nove questões que se destinam a caracterizar a amostra seleccionada. São colocadas questões relativamente ao sector de actividade, ao valor das vendas e à percentagem das mesmas cujo destino é a exportação, se a propriedade da empresa inquirida é pública ou privada, qual a percentagem da participação dos gestores no capital da empresa e se existe um nível óptimo de liquidez a acumular previamente definido pela gestão.

A segunda parte do questionário, procura estudar a teoria do *Trade Off* e é constituída por cinco questões. Após revisão da literatura relevante sobre o tema, considerou-se importante perguntar aos inquiridos sobre a sua preferência quanto ao recurso a fundos internos previamente acumulados, face à alternativa do recurso ao endividamento. Procurou-se também perceber se o baixo prémio de liquidez é encarado como um desincentivo à acumulação de liquidez. Foi ainda questionada a importância do recurso a fundos internos para a realização de investimentos face às restantes

alternativas existentes e ainda se a dedução fiscal possível no recurso a financiamento bancário seria preferível à acumulação de liquidez.

A terceira parte, estuda a teoria da *Pecking Order* e é também constituída por cinco questões. Aqui foi solicitado aos participantes que respondessem à irrelevância, ou não, da acumulação de fundos internamente, à organização teórica da hierarquia do financiamento que postula que em primeira instância deverão ser utilizados fundos internos, depois fundos externos e finalmente o capital próprio. Ainda nesta parte foram colocadas mais duas questões que visavam o estudo da problemática da agência, nomeadamente o relaxamento da gestão quando dispõem de fundos acumulados internamente e discricionariedade da política de gestão.

Finalmente, a última parte do questionário procura estudar os determinantes da acumulação de liquidez e está dividida em vinte e uma perguntas. O objectivo destas questões é sugerir quais os determinantes que mais influenciam a acumulação de liquidez nas empresas portuguesas, bem como perceber qual a relação dos mesmos com as duas propostas teóricas estudadas. Para o efeito, são colocadas questões onde são relacionados diversos factores que influenciam a acumulação de liquidez, desde os motivos “precaução” e “custos transação”, teoria da agência, restrições de liquidez, recurso a facilidades de crédito, dimensão da empresa, volatilidade dos *cash flows*, protecção legal e cobertura de riscos, e variáveis contabilísticas.

No cabeçalho do inquérito são uniformizados os conceitos de liquidez acumulada e montante óptimo de liquidez a acumular de acordo com Gill e Mathur (2011).

O questionário, em anexo à presente dissertação, esteve disponível on-line através do *link* <https://docs.google.com/spreadsheets/viewform?formkey=dGx0N2xhdDh2WndoOFdha2gyVFRGeFE6MQ>.

A amostra utilizada para aplicação do questionário foi obtida da base de dados das 500 Maiores e Melhores empresas publicadas pela revista Exame no mês de Janeiro de 2012 disponível em:

<http://expresso.sapo.pt/otis-e-empresa-do-ano=f612847>

A intenção foi inquirir os responsáveis financeiros destas empresas no sentido de perceber qual a filosofia adoptada em termos de acumulação de liquidez.

Como esta base de dados não possuía os contactos dos responsáveis financeiros, foi consultado o portal electrónico das 500 empresas contantes na amostra e registados os contactos quer de correio electrónico, quer de fax (quando nenhum outro estava disponível) para mais tarde submeter o questionário.

O questionário foi remetido preferencialmente via correio electrónico, no entanto, para 66 empresas, cujo contacto electrónico não estava disponível, o inquérito foi enviado via fax. Antecedendo o envio do questionário, foi feita uma tentativa de contacto com as empresas no sentido de obter o contacto directo do responsável financeiro e assim minimizar a possibilidade de extravio e ao mesmo tempo, maximizar o número de respostas. Esta tentativa teve sucesso parcial, uma vez que foram diminutas as empresas que facultaram o contacto directo do respectivo responsável financeiro.

Foram obtidos contactos para 499, dos 500 indivíduos presentes na amostra. Para um desses indivíduos não foi encontrado nenhum tipo de contacto, quer electrónico, quer telefónico.

A capear o inquérito foi redigido um e-mail, no qual estava disponível a hiperligação para resposta ao mesmo. Neste e-mail é feita uma apresentação do mestrando e do orientador, bem como uma descrição do objectivo da aplicação do questionário, salientando o facto do mesmo ser completamente anónimo e em nada poder identificar o inquirido. É feito também um apelo à participação no estudo, sensibilizando o receptor do e-mail para a importância da sua resposta para o sucesso individual do mestrando bem como para o incremento do conhecimento científico sobre o tema dos *corporate cash holdings* aplicado à realidade portuguesa. Foi ainda oferecida a possibilidade de recepção de uma cópia da dissertação após término da mesma.

Foi realizado um inquérito teste para 5 elementos escolhidos aleatoriamente na amostra a 08 de Fevereiro, com o intuito de despistar eventuais dificuldades de percepção do conteúdo das questões. Deste inquérito teste resultaram ligeiras alterações ao nível da estrutura das perguntas presentes no questionário, clarificação do conceito de liquidez acumulada e numeração das questões para mais fácil identificação das mesmas.

O questionário definitivo foi enviado a 14 de Fevereiro e foi solicitado, no e-mail que o acompanhava, que a resposta fosse submetida no máximo a 16 de Março. Este foi enviado a 499 empresas que constavam na base de dados disponível na edição especial de Janeiro de 2012 da revista Exame 500 Maiores e Melhores.

No dia 16 de Março a taxa de respostas situava-se nos 10.62%, tendo sido obtidas 53 respostas.

No questionário aplicado por Graham e Harvey (2001), utilizado como referência, a taxa de resposta situou-se nos 9%. Assim sendo, poderia ter-se considerado que a percentagem de resposta de 10.62% obtida, seria aceitável e suficiente, no entanto, por

uma questão de rigor, bom senso e na tentativa de incrementar ainda mais o número de respostas, o questionário foi submetido novamente, para as mesmas 499 empresas a 19 de Março e a resposta solicitada até 8 de Abril. No e-mail que capeou este inquérito seguiu uma nota inicial onde foi pedido aos receptores que ignorassem o segundo e-mail na eventualidade de já terem participado no estudo. Da nova aplicação do questionário resultaram mais 7 respostas, elevando para 60 o número total de respostas ao inquérito. A taxa de resposta final foi de 12.02%.

Para realizar o tratamento estatístico da base de dados resultante da aplicação do questionário, foi utilizado o *software* SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*).

5. Análise dos resultados

Neste capítulo da dissertação serão apresentados e estudados os resultados estatísticos obtidos da análise da base de dados no SPSS.

A primeira parte do questionário aplicado teve como principal objectivo conhecer e caracterizar a amostra. Com base na tabela A1, relativa aos resultados das respostas à pergunta quanto ao sector de actividade, os dados indicam que 10% das empresas pertencem aos sectores da energia e manufatura. Com uma percentagem ligeiramente inferior estão as empresas que pertencem aos sectores da banca, finanças ou seguros e comunicação, respectivamente com 6.7 e 5%. O sector das tecnologias e transportes registaram uma taxa de respostas de 10 e 8.3% respectivamente. A maior percentagem de respostas situou-se no sector “outros”, com 31.7%.

Relativamente às receitas (tabela A2), 38.3% das empresas revelou facturar mais de 10.000.000€ mensalmente, 26.7% entre 5.000.000€ e 10.000.000€ e 13.3% entre 1.000.000€ e 5.000.000€. Finalmente, 20% dos inquiridos factura entre 500.000€ e 1.000.000€.

Quanto à abertura das empresas portuguesas ao comércio externo, depreende-se, pelos resultados presentes na tabela A3, que 30% das empresas portuguesas não exporta de todo, cerca de 40% exporta entre 1 e 24% da sua produção, 10% entre 25 e 49% e finalmente, apenas 20% dos inquiridos revela exportar mais 50% da sua produção.

Relativamente à propriedade, as respostas registadas na tabela A4, mostram que 50 das empresas participantes são privadas e 6 são públicas, sendo que as 4 restantes não revelaram esta informação.

Foi colocada a questão relativa à estrutura accionista no sentido de perceber como se encontra dividido o controlo accionista nas empresas que constam da amostra. De acordo com as respostas registadas na tabela A5, cerca de 42% dos inquiridos possuem entre 2 e 5 accionistas, e 20% entre 5 e 10. Nos extremos encontram-se 23.3% das empresas com apenas 1 accionista e 15% das empresas com 10 accionistas.

Na questão seguinte abordou-se o tema da Teoria da Agência, perguntando aos responsáveis financeiros qual a percentagem da participação dos gestores no capital da empresa. As respostas a esta questão encontram-se na tabela A6 e mostram que 30 inquiridos responderam que esta participação se situa entre os 0 e os 5%, 8 entre 6 e 25% e cerca de 18% (apenas 11 dos respondentes) revela que a participação dos

gestores no capital da empresa é superior a 50%. Uma das empresas optou por não dar resposta a esta questão.

Finalmente, questionou-se se as empresas definem, previamente, um montante óptimo de liquidez a acumular. Os resultados constantes da tabela A7, evidenciam que 55% dos inquiridos revelou não definir um *target* para a acumulação de liquidez e o restantes 45% revelaram definir um montante de liquidez considerado óptimo. No seguimento desta questão, perguntou-se às empresas qual era o nível óptimo de liquidez definido como alvo. Dado que não foi padronizada uma hipótese de resposta, as obtidas nesta questão foram de natureza diversa não permitindo realizar uma análise estatística descritiva coerente⁹.

Na segunda parte do questionário foram colocadas questões de carácter mais teórico. Ao longo das cinco alíneas da pergunta dez, os inquiridos foram questionados relativamente à teoria do *Trade Off*.

À pergunta 10.1. “*Como alternativa ao recurso ao financiamento externo, redução de investimento ou cessação de pagamento de dividendos, deverá ponderar-se acumular um determinado montante de liquidez considerado óptimo*” responderam 60 empresas. Os resultados foram registados na tabela A8 onde é visível que cerca de 57% dos inquiridos concordaram totalmente com a questão. Existe uma clara concordância com o teor da pergunta já que, cumulativamente, 43.3% das respostas encontram-se no *score* 4 “concordo parcialmente”. Apenas cerca de 1.7%, respondeu com discordância total.

À pergunta 10.2 “*Poderá ser encarado como um desincentivo à acumulação de liquidez a baixa taxa de rendibilidade do prémio de liquidez*”, responderam 59 empresas, das quais 7 discordaram totalmente, 11 discordaram parcialmente, 12 não concordaram nem discordaram e 29 concordaram. Dos resultados presentes na tabela A9, salientam-se os 73% de respostas acumuladas até à concordância parcial.

Na pergunta 10.3 “*Deverá ser definido um montante de liquidez a acumular para financiar a actividade e investimentos da empresa quando as restantes fontes de financiamento não se encontrarem disponíveis ou forem proibitivamente caras*”, foram registadas 58 respostas (tabela A10), das quais apenas 2 (3,3%) apontam para a não concordância total. Os indecisos nesta pergunta situam-se nos 8.3% com 5 respostas, e

⁹ Como as respostas obtidas foram díspares, a inferência estatística às mesma não disponibilizou dados analisáveis. Em investigações futuras, sugiro que seja disponibilizada previamente uma resposta para escolha do inquirido.

cerca de 30% concordam parcialmente com a afirmação. Com uma clara concordância com o conteúdo da questão estão os 33 inquiridos que representam 55% do total das respostas.

À pergunta 10.4 “*A dedução fiscal dos encargos financeiros, torna a opção do recurso a financiamento externo mais atrativa do que a acumulação de liquidez para o mesmo propósito*” responderam 58 empresas – ver tabela A11. Cumulativamente, cerca de 79% das respostas são dadas até à resposta “Concordo Parcialmente”.

Finalmente, as respostas à pergunta 10.5 “*O recurso a financiamento externo reduz a probabilidade de recorrer a refinanciamento em fases de deficits de tesouraria*” registadas na tabela A12 sugerem que a maioria dos inquiridos revela não concordar nem discordar da afirmação (41.7% das respostas) com uma percentagem acumulada de 67.8%.

A questão onze, remete para a teoria da *Pecking Order*. Esta pergunta está também subdividida em cinco alíneas.

À alínea 11.1 “*O nível de liquidez acumulado internamente (fundos próprios) é irrelevante*” foram registadas 60 respostas. Os resultados constantes da tabela A13 mostram que no total, 36 inquiridos – 60% - revelam discordar totalmente e 16 discordar parcialmente. Apenas 2 inquiridos concordam totalmente e parcialmente. Quatro empresas não concordam nem discordam com a afirmação.

Na questão 11.2 “*A acumulação de liquidez deverá ser tal que permita investir em projectos cujo potencial de rendibilidade supere o custo de investimento*”, das 60 respostas obtidas, 48.3% dos inquiridos, cumulativamente, revelam não concordar nem discordar – ver tabela A14, tendo sido esta a resposta mais observada.

Relativamente à questão 11.3 “*A hierarquia do financiamento da actividade e investimentos da empresa deverá ser: 1) recursos a fundos próprios; 2) recurso a fundos externos; 3) recurso a capital próprio*” registaram-se 60 respostas (ver tabela A15), das quais 13 revelaram a discordância parcial e 11 a concordância parcial. Nos extremos, 13.3% das empresas revelaram a sua concordância total com a questão e apenas 3.3% a discordância total.

À questão 11.4 “*A acumulação de níveis mais elevados de liquidez reduzem a pressão que recai sobre a performance da gestão*” responderam 60 empresas. De acordo com os dados presentes na tabela A16, a maior percentagem de respostas concentrou-se na concordância parcial, com 23.3%, representando, cumulativamente 88.3% do total de respostas.

Finalmente, à alínea 11.5 “*A acumulação de liquidez poderá diminuir os riscos a que a empresa está exposta, mas ao mesmo tempo, aumentam a discricionariedade da política de gestão*” responderam 60 empresas, as quais, de acordo resultados obtidos presentes na tabela A17, revelam não concordar (43.3% das respostas). Cumulativamente, representam 50% das respostas a esta alínea.

A questão doze remete para os determinantes dos *corporate cash holdings*. A mesma foi subdividida em 21 alíneas.

Relativamente à alínea 12.1 “*Os custos administrativos e burocráticos no acesso ao financiamento nos mercados de capitais, favorecem a acumulação de liquidez*” foram registadas 60 respostas cujos resultados se encontram registados na tabela A18. Das empresas participantes, 21.7% concorda parcialmente e 41.7% concorda totalmente com a afirmação. Apenas 13.3% dos inquiridos não concorda com a questão.

À questão 12.2 “*A acumulação de elevados níveis de liquidez tem como objetivo enfrentar períodos de défices de tesouraria e prevenir uma eventual falência*”, 23 do total das 60 participações revelam concordar totalmente – ver tabela A19. Ligeiramente abaixo estão os 18 inquiridos que revelam concordar apenas parcialmente com a afirmação. As empresas indecisas ou que discordam da questão, representam cumulativamente, 31.7% das respostas.

A questão 12.3 “*A cessação de distribuição de dividendos e/ou a redução do investimento é usada como forma de obter liquidez adicional*” reuniu 60 respostas, das quais, 21 revelam concordar parcialmente e outros 21 revelam não concordar nem discordar da afirmação – ver tabela A20. Apenas 11.7% dos inquiridos concordam totalmente, e cumulativamente, 18.3% das empresas não concorda totalmente ou parcialmente com a questão.

Relativamente à alínea 12.4 “*Acumulamos liquidez como forma de garantir a opção de investir quando as restantes formas de financiamento estão inacessíveis*” registaram-se 60 respostas, das quais 26.7% dizem respeito à concordância total com a afirmação, 45% à concordância parcial – ver tabela A21. Cerca de 2% dos inquiridos revela discordar totalmente. Os indecisos registaram 15% das respostas a esta pergunta.

A alínea 12.5 “*As assimetrias de informação inerentes ao funcionamento do mercado de capitais incentivam a acumulação de liquidez*” registou 60 respostas das quais 20 indicaram a não discordância nem concordância. Pela análise dos resultados presentes na tabela A22, depreende-se que 28 respostas indicaram a discordância. Apenas 12 inquiridos revelam concordar com a questão.

Na pergunta 12.6 “*Acumulámos liquidez internamente como alternativa a outras fontes de financiamento eventualmente geradoras de custos de agência*” 40% das 60 respostas recebidas (ver tabela A23) revelou não concordar nem discordar. Com igual percentagem de resposta – 23.3%, estão as empresas que concordam e discordam parcialmente com a questão. Apenas 1 inquirido indica concordar totalmente e 7 indicam discordam totalmente.

Relativamente à alínea 12.7 “*A rigorosa disciplina importa pelo mercado pode ser evitada recorrendo a fundos detidos internamente*” 36.7% das 60 empresas inquiridas discorda parcialmente do teor da questão, 26.7% não concorda nem discorda e 21.7% concorda parcialmente, de acordo com os resultados presentes na tabela A24. Cerca de 2% dos inquiridos revela concordar totalmente com a questão e 13.3% discorda totalmente.

Quanto à questão 12.8 “*Acumulamos liquidez na tentativa de diminuir a possibilidade de a empresa ser vista como alvo de takeover*”, cumulativamente 78.3% das 60 empresas que responderam, indicaram discordar parcialmente de acordo com os resultados presentes na tabela A25. Apenas 10% revela concordar parcialmente.

À questão 12.9 “*As restrições de liquidez e financeiras representam para a empresa um verdadeiro impedimento à realização de investimento em projectos com elevado potencial de rendibilidade*” responderam um total de 60 empresas, 30 dos quais diz concordar, o que representa, cumulativamente 85% das respostas (ver tabela A26). Apenas 10 das empresas participantes revela não concordar (cumulativamente 16.7%).

A questão 12.10 “*Encaramos a alienação de activos líquidos que dispomos como substituto à acumulação de liquidez*” foi respondida por 60 empresas. Pelos resultados expostos na tabela A27, depreende-se que 38.3% das empresas respondentes discorda parcialmente e 25% discorda totalmente. Por outro lado, 11.7% revela concordar parcialmente e apenas 6.7% concorda totalmente com a afirmação.

Relativamente à alínea 12.11 “*Contratámos linhas de crédito como forma de substituir a liquidez acumulada quando desejamos aumentar o nível de investimento*” não existem *missing values*, e 38.3% dos inquiridos concordam parcialmente com a questão. Existem 25% de empresas sem opinião e 23.3% discordam parcialmente. Nos extremos encontram-se 6.7% das respostas a discordar totalmente da questão e a mesma percentagem a concordar totalmente – ver tabela A28.

A frequência acumulada das respostas à pergunta, 12.12 “*Enfrentando a empresa condições financeiras adversas, a existência de covenants nos contratos de*

financiamento, dificultam a obtenção de liquidez” regista cerca de 60% das respostas à esquerda da discordância parcial o que sugere que, a maioria dos inquiridos não concorda com o teor da mesma, de acordo com os dados presentes na tabela A29.

Na questão 12.13 “*A dimensão da empresa contribuirá para incrementar os encargos financeiros de um eventual financiamento e consequentemente ditará uma maior preferência pelos recursos acumulados internamente*” foram registadas 60 respostas. A maioria destas (48.3%) não concorda nem discorda da afirmação (ver tabela A30). Cumulativamente, 80% das respostas situa-se abaixo da indecisão o que revela que, uma grande maioria dos inquiridos discorda desta afirmação.

Relativamente à questão 12.14 “*Empresas com bons desempenhos financeiros e dimensão relevante, deverão assegurar um nível de liquidez suficiente para financiar novos projectos*” das 59 empresas que responderam, metade revela não ter opinião (51% frequência acumulada) o que espelha a não existência de uma tendência clara para a concordância ou discordância nesta questão, de acordo com os resultados presentes na tabela A31.

Quanto à questão 12.15 “*Por precaução, face a um incremento na volatilidade dos cash flows, a empresa deverá definir previamente o nível de liquidez a acumular*” foram registadas 59 respostas, das quais, 46 revelam concordar com a mesma, o que representa, cumulativamente 78% das respostas dadas (ver tabela A32).

À alínea 12.16 “*A existência de níveis de cash flows elevados conferem à empresa mais independência face aos mercados de capitais, bem como maior facilidade para financiar novos projetos de investimento*”, registaram-se 60 respostas cujos resultados se encontram resumidos na tabela A33. Cerca de 65% das empresas respondentes indicam concordar com a questão e existem 20% de empresas sem opinião.

Relativamente à pergunta 12.17 “*Acumulamos liquidez devido à maior protecção legal existente sobre os direitos dos accionistas que se consubstanciam em incrementos nos encargos financeiros no recurso a financiamento externo*” foram registadas 60 respostas, das quais, cumulativamente, 66.7% indicam a não concordância total e parcial e 26.7% revela não ter opinião. Nesta questão apenas 3.3% dos inquiridos revela concordância total e parcial (ver tabela A34).

A questão 12.18 “*A necessidade de cobertura de risco (hedging) influencia positivamente a acumulação de liquidez na empresa*” somou 59 respostas. Destas, 26 situam-se na discordância parcial e 15 na discordância total. Globalmente, 70% das

respostas indicam a não concordância, de acordo com os resultados presentes na tabela A35.

Na alínea 12.19 “*Um aumento nos resultados operacionais ditam um acréscimo na acumulação de liquidez no sentido de precaver futuras baixas dos mesmos*” registaram-se 60 respostas. De acordo com os dados da tabela A36, 50% dos inquiridos (28 respostas) revelam concordar parcialmente com a questão, e apenas, 16.7% das respostas (9 respostas), cumulativamente, indicam discordância com a mesma.

À questão 12.20 “*Acumulamos liquidez para garantir disponibilidade financeira para investir em capital (ex. Fusões/Aquisições)*” responderam 60 dos inquiridos. Destes, 41 discordam da questão, evidenciando uma relevante percentagem acumulada de 70% de discordância, de acordo com os dados da tabela A37.

Finalmente, os resultados obtidos sugerem uma clara concordância dos inquiridos relativamente à pergunta 12.21 “*As dívidas a receber e a pagar são factores que influenciam a liquidez acumulada na empresa*” uma vez que 34 afirmam concordar com a questão, representando 56.6% da frequência acumulada de respostas – ver tabela A38. Dezoito dos inquiridos não concorda nem discorda.

De acordo com as respostas anteriormente apresentadas, estão presentes empresas de vários sectores de actividade sendo que a maioria refere estar situada no sector “outros”. As respostas obtidas mostram que as empresas representadas na amostra têm dimensão relevante e um perfil exportador acentuado, tendo em conta que 39% destas, apresenta um volume de receitas provenientes da produção na ordem dos 10.000.000€ mensais e apenas 30% não exporta qualquer produto.

Relativamente à propriedade e estrutura accionista, os resultados obtidos sugerem que a maioria das empresas respondentes são privadas – 83% - e são constituídas, na sua maioria por 2 a 5 accionistas, evidenciando desta forma uma substancial dispersão do capital. Relativamente à participação dos gestores no capital da empresa, as respostas não permitem com facilidade chegar a uma conclusão óbvia pois se por um lado 50% das empresas inquiridas revela que a participação dos gestores no capital se situa entre os 0-5%, cerca de 18% revela que existe efectivamente uma participação superior a 50%.

Relativamente à acumulação de liquidez, 45% das empresas inquiridas revelam que definem um nível óptimo de liquidez o qual norteará a sua gestão financeira e estrutura de capitais.

Foram aplicadas trinta e uma perguntas para questionar as empresas relativamente às duas propostas teóricas e aos determinantes. Em termos práticos, a análise das respostas bem como a aplicação dos testes estatísticos, foi dificultada pelo elevado número de perguntas realizadas. No sentido de facilitar e viabilizar a análise, agrupou-se por tema, as várias questões. Mais concretamente, as cinco perguntas relativas à teoria do *Trade Off* que seriam cinco variáveis distintas, deram origem a uma única variável – TRADEOFF – realizando a computação média das respostas a estas cinco perguntas¹⁰. O mesmo foi feito para as cinco perguntas relativas à teoria da *Pecking Order*, dando origem à variável – PECKORD. Relativamente aos determinantes, a média das respostas às perguntas 12.1, 12.2 e 12.3 referentes aos custos de transação deram origem à variável CUSTRANS. As perguntas 12.4 e 12.5 referem-se ao determinante oportunidades de investimento e motivo precaução respectivamente e deram origem às variáveis – OPINVEST e MOTPREC. A média das respostas às perguntas 12.6, 12.7 e 12.8 relativas à teoria da agência, deram origem à nova variável – CUSTAGEN. Quanto às perguntas 12.9 e 12.10, as mesmas dizem respeito ao determinante activos substitutos e restrições de liquidez e a sua média de respostas deu origem à variável – ACTSUBSRLIQ. As perguntas 12.11 e 12.12 relativa às linhas de crédito, originaram a variável LINCRED. A variável DIMEN resultou da computação média das respostas às perguntas 12.13 e 12.14 relativas à dimensão da empresa. A média das respostas às questões 12.15 e 12.16 relativas à volatilidade dos *cash flows*, deram origem à variável VOLCASHFLOW. Por sua vez, as respostas à pergunta 12.17, que diz respeito à protecção legal existente sobre os accionistas, deu origem à variável PROTLEG e as respostas à pergunta 12.18, relativas à cobertura do risco associado ao investimento, deu origem à variável HEDG. Finalmente, a computação média das respostas obtidas às questões 12.19, 12.20 e 12.21 relativas ao efeito das variáveis contabilísticas originaram a variável VARCONT.

Estatisticamente a variável TRADEOFF apresenta um *score* médio de resposta de 3.92 (tabela A40). Cerca de 30% das empresas respondentes revelam que, em média, concordam parcialmente com os pressupostos desta perspectiva teórica e 35% concordam totalmente. Não existem respondentes que revelem discordar totalmente da

¹⁰ Foi calculada a média das respostas às 5 perguntas sobre a teoria do *Trade Off*, *Pecking Order* e determinantes. Estatisticamente, sendo o intuito diminuir a dimensão da amostra, seria mais adequado utilizar a análise factorial. No entanto, os factores que iriam resultar da aplicação desta técnica não eram controlados pelo investigador e consequentemente, poderiam não ser obtidos todas as variáveis necessárias ao estudo a que esta dissertação se propões. Deixo como sugestão a realização de análise factorial em futuras pesquisas.

teoria do *Trade Off* e apenas 6,7%, revela discordar parcialmente. Globalmente, são 63% dos respondentes aqueles que concordam com esta perspectiva, de acordo com os resultados constantes da tabela A41.

Relativamente à teoria da *Pecking Order*, pela análise da tabela A40, observa-se que a variável PECKORD apresenta um *score* médio de resposta de 2,78. Não existem respondentes a concordar totalmente com os pressupostos subjacentes a esta proposta teórica (tabela A42). A concordar parcialmente estão 10 das empresas participantes o que corresponde a aproximadamente 17% das respostas. A discordar totalmente existem apenas cerca de 2% de respostas. A discordância parcial situou-se nos 35%. Globalmente, os resultados obtidos da computação da variável PECKORD sugerem que em média, a tendência associada a esta proposta teórica é a discordância.

Com o intuito de perceber qual das duas propostas teóricas reúne mais consenso na realidade empresarial portuguesa, realizaram-se testes estatísticos às variáveis em causa e os resultados são os que de seguida se apresentam.

Foi realizado um teste à normalidade das variáveis da amostra para se concluir relativamente à possibilidade de realizar testes paramétricos ou não. Foi aplicado o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, cuja estatística de teste, presente na tabela A56, revelou, que para um nível de significância de 5%, a hipótese nula é rejeitada, existindo desta forma evidências que a amostra, globalmente, não segue uma distribuição normal e como tal, apenas deverão ser aplicados testes não paramétricos.

Como já oportunamente apresentado, 45% das empresas respondentes revelaram definir previamente um nível óptimo de liquidez a acumular. De acordo com os resultados obtidos do cruzamento das respostas entre ambas as teorias e a questão relativa à definição de um nível óptimo de liquidez (ver tabela 1 e tabela 2), tem-se que das 27 empresas que responderam afirmativamente à questão, 12 revelaram concordar totalmente com os pressupostos da teoria do *Trade Off* quando apenas 3 das empresas concordam parcialmente com a teoria da *Pecking Order*, o que seria o esperado de acordo com os pressupostos inerentes a cada uma das diferentes perspectivas teóricas.

Tabela 1: Tabela contingência nível ótimo vs TRADEOFF

			TRADEOFF				
			Discordo Parcialmente	Não Concordo/Não Discordo	Concordo Parcialmente	Concordo Totalmente	Total
Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	Não	Count	2	13	9	9	33
		Count esperado	2,2	9,9	9,4	11,6	33,0
		% Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	6,1%	39,4%	27,3%	27,3%	100,0%
		% TRADEOFF	50,0%	72,2%	52,9%	42,9%	55,0%
	Sim	Count	2	5	8	12	27
		Count esperado	1,8	8,1	7,7	9,5	27,0
		% Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	7,4%	18,5%	29,6%	44,4%	100,0%
		% TRADEOFF	50,0%	27,8%	47,1%	57,1%	45,0%
Total	Count	4	18	17	21	60	
	Count esperado	4,0	18,0	17,0	21,0	60,0	
	% Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	6,7%	30,0%	28,3%	35,0%	100,0%	
	% TRADEOFF	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

Tabela 2: Tabela contingência nível ótimo liquidez vs PECKORD

			PECKORD				
			Discordo Totalmente	Discordo Parcialmente	Não Concordo/Não Discordo	Concordo Parcialmente	Total
Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	Não	Count	1	9	16	7	33
		Count esperado	,6	11,6	15,4	5,5	33,0
		% within Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	3,0%	27,3%	48,5%	21,2%	100,0%
		% within PECKORD	100,0%	42,9%	57,1%	70,0%	55,0%
	Sim	Count	0	12	12	3	27
		Count esperado	,5	9,5	12,6	4,5	27,0
		% Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	,0%	44,4%	44,4%	11,1%	100,0%
		% PECKORD	,0%	57,1%	42,9%	30,0%	45,0%
Total	Count	1	21	28	10	60	
	Count esperdo	1,0	21,0	28,0	10,0	60,0	
	% Existe um nível ótimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua	1,7%	35,0%	46,7%	16,7%	100,0%	
	% PECKORD	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	

A corroborar estes resultados estão os dados constantes da tabela 3, onde em coluna se encontra a variável PECKORD e em linha a variável TRADEOFF. É possível observar que ao *score* concordo totalmente com a *Pecking Order*, respondem apenas 10 das empresas respondentes, quando ao *score* concordo totalmente com a teoria do *Trade Off* existem 38 empresas a responder. É interessante verificar cerca de 48% das empresas responde com a concordância total com a teoria do *Trade Off* e ao mesmo tempo responde com discordância total da *Pecking order*. Realizando a análise oposta, verifica-se que cerca de 82% das empresas respondentes revelaram discordar totalmente da *Pecking Order* quando responderam à teoria do *Trade Off* com a concordância total.

No sentido de averiguar a independência dos dados e testar a sua aderência à realidade foi realizado o teste do qui-quadrado – tabela 4. Foi necessário, recodificar novamente as variáveis TRADEOFF e PECKORD para TRADEOFF_RECOD e PECKORD_RECOD agrupando os *scores* 1 e 2 (“Discordo Totalmente e Discordo Parcialmente”) em apenas um *score* “Discordo Totalmente”. O mesmo procedimento foi realizado para os *scores* 4 e 5 (“Concordo Totalmente” e “Concordo Parcialmente”) passando a existir apenas um *score* “Concordo Totalmente”. Esta alteração prende-se com a verificação de um dos pressupostos do teste estatístico pelo qual o número de células existente na tabela de contingência com valor esperado superior a 5 não deverá exceder os 20%, caso contrário o teste perderá parte do seu poder explicativo.

Antes da recodificação, existiam nestas circunstâncias 62.5% das células, após a recodificação, a situação alterou-se substancialmente, passando o número de células com valor esperado superior a 5 a ser apenas de 44%.

Desta forma, ainda que seja violado um dos pressupostos do teste e a sua aplicabilidade esteja ligeiramente comprometida, poderá dizer-se que para um nível de significância de 5%, a hipótese nula é rejeitada (*p-value* 0.016), existindo evidências de que as variáveis são independentes.

Pela observação da ilustração 1, a mesma análise poderá ser realizada de forma mais intuitiva, no entanto, as conclusões serão as mesmas que as obtidas da análise da tabela de contingência: existe uma clara predominância da teoria do *Trade Off* face à da *Pecking Order*.

Tabela 3: Tabela contingência TRADEOFF vs PECKORD

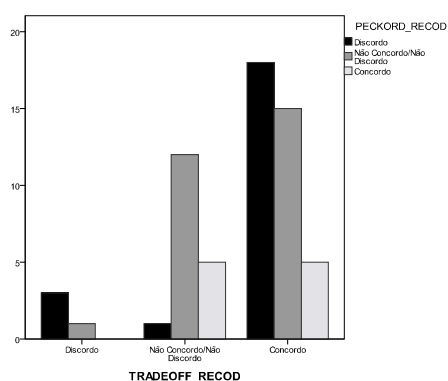
		PECKORD_RECOD			Total
		Discordo Totalmente	Não Concordo/Não Discordo	Concordo Totalmente	
TRADEOFF F_RECOD Discordo Totalmente	Count	3	1	0	4
	Count esperado	1,5	1,9	,7	4,0
	% TRADEOFF_RECOD	75,0%	25,0%	,0%	100,0%
	% PECKORD_RECOD	13,6%	3,6%	,0%	6,7%
Não Concordo/ Não Discordo	Count	1	12	5	18
	Count esperado	6,6	8,4	3,0	18,0
	% TRADEOFF_RECOD	5,6%	66,7%	27,8%	100,0%
	% PECKORD_RECOD	4,5%	42,9%	50,0%	30,0%
Concordo Totalmente	Count	18	15	5	38
	Count esperado	13,9	17,7	6,3	38,0
	% TRADEOFF_RECOD	47,4%	39,5%	13,2%	100,0%
	% PECKORD_RECOD	81,8%	53,6%	50,0%	63,3%
Total	Count	22	28	10	60
	Count esperado	22,0	28,0	10,0	60,0
	% TRADEOFF_RECOD	36,7%	46,7%	16,7%	100,0%
	% PECKORD_RECOD	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabela 4: Teste independência Qui-quadrado

	Valor	df	p-value
Coefficiente de Pearson	12,189a	4	,016
Razão de Verossimilhança	14,773	4	,005
Nr. Casos válidos	60		

a. 4 células (44,4%) deveriam ter valor esperado inferior a 5. A contagem mínima esperada é de .67.

Ilustração 1: TRADEOFF vs PECKORD



Os resultados analisados anteriormente corroboram as previsões de Opler et al. (1999) relativamente à aderência da teoria do *Trade Off* à realidade. O estudo destaca a tendência de reversão para a média apresentada pelos testes realizados à amostra utilizada. Os mesmos resultados favoráveis à predominância dos pressupostos da Teoria

do *Trade Off* são obtidos em Lins et al. (2008), no entanto, este estudo faz uma ressalva relativa à igualdade das *proxies* que são utilizadas para testar ambas as teorias o que poderá dificultar o encontro de inferências suficientemente precisas para as distinguir.

Os resultados obtidos na presente dissertação estão também em consonância com os obtidos em Mira e Gracia (2003) que sugerem que para o universo das pequenas e médias empresas espanholas existe claramente um nível óptimo de liquidez, para o qual as empresas parcialmente convergem. Pelo contrário, não se verificam os pressupostos relativos à *Pecking Order*.

Os apoiantes da *Pecking Order* referem que esta proposta teorica apenas encontra suporte empirico nos anos mais remotos e em amostras constituídas por empresas consideradas de grande dimensão, Murray e Vidhan (2002). No entanto, o estudo refere o declínio desta abordagem sobretudo devido a dois motivos: nos anos 80 e 90 mais empresas foram transacionadas em bolsa, facto que não se verificava nos anos 70, e se os factores determinantes da acumulação de liquidez nas empresas de dimensão mais pequena não seguem os pressupostos da *Pecking Order*, globalmente, a média tende a afastar-se desta perspectiva teórica. Mesmo para as grandes empresas, os resultados apontam para um decréscimo no poder explicativo da *Pecking Order*.

Apesar de ser a teoria do *Trade Off* aquela que mais recorrentemente é utilizada na literatura para fornecer uma explicação relativa à política de gestão financeira e à sua influência na liquidez acumulada, têm surgido estudos que suportam a teoria da *Pecking Order*, como aquela que melhor explica os níveis de liquidez existentes nas empresas. Os resultados dos testes feitos à *Pecking Order* continuam a não ser suficientemente conclusivos para que esta abordagem simplesmente se apresente como um substituto à teoria do *Trade Off*, no entanto, estes resultados e a sua aderência à realidade parecem fornecer à teoria do financiamento hierárquico maior poder explicativo e um crescente número de apoiantes. A *Pecking Order* poderá providenciar uma excelente representação do comportamento financeiro das empresas, de acordo com Lakshmi e Myers (1999) e apesar de quando testada isoladamente, a teoria do *Trade Off* também apresentar uma boa performance, é a *Pecking Order* a que mais aderência tem na realidade.

Mesmo existindo evidências que verificam os pressupostos de ambas a perspectivas teóricas, nenhum deles, até ao momento, conseguiu, expurgar de poder explicativo os restantes e como tal, não poderá ser afirmado que é a teoria do *Trade Off* ou a *Pecking Order* aquela que melhor descreve o comportamento dos *corporate cash holdings*. De

acordo com Fama e French (2002) e Gogineni et al. (2012), ambas as perspectivas partilham de previsões semelhantes relativas à liquidez acumulada e quando testadas em conjunto fornecem resultados válidos. No entanto, é de difícil verificação se estes se ficam a dever a uma teoria ou à outra. As diferenças salientadas pelos autores nas duas perspectivas, dizem respeito à relação negativa prevista pela teoria do *Trade Off* entre rendibilidade e o endividamento, que aparentemente não é consentânea com a realidade, bem como as questões associadas ao capital das empresas com baixo nível de endividamento anunciadas pela *Pecking Order* e que aparentemente na realidade não se verificam.

No extremo oposto situa-se a posição defendida por Chirinko e Singha (2000) que argumenta a inadequabilidade de ambas as perspectivas teóricas na explicação dos níveis e determinantes da acumulação de liquidez.

5.1. Análise dos determinantes dos *corporate cash holdings*

Neste capítulo serão apresentadas e analisadas as variáveis resultantes da computação das perguntas referentes aos determinantes da acumulação de liquidez, realizadas no questionário aplicado à amostra de 500 empresas portuguesas. O objectivo desta análise será estudar os determinantes que, mais decisivamente, influenciam a preferência pela manutenção de níveis elevados de *cash*, bem como sugerir que relação os mesmos deverão apresentar com a acumulação de liquidez. Finalmente, os determinantes serão enquadrados em cada uma das duas perspectivas teóricas.

Para elaborar esta análise recorreu-se à estatística, nomeadamente à análise das correlações entre determinantes e as duas propostas teóricas. Como na sua generalidade a amostra não seguia uma distribuição normal¹¹, foram aplicados testes não paramétricos, de acordo com o previsto por Maroco (2007). Desta forma, recorreu-se ao coeficiente de correlação de *Spearman* para determinar a significância da correlação e averiguar o sinal que a mesma apresenta.

Os custos de transação no recurso a fundos adicionais são representados pela variável CUSTRAN, a qual resulta da computação média das variáveis 12.1, 12.2 e 12.3.

¹¹ Aplicou-se o teste de Kolmogorov-Smirnov, rejeitando-se a hipótese nula de que as variáveis seguem um distribuição normal (*p-value* < 0.05)

Os resultados estatísticos obtidos sugerem que existe uma concordância global com o facto de os custos de transação influenciarem a acumulação de liquidez, senão atente-se para a representativa percentagem de 55% de respostas ao *score* 4 – ver tabela A43. Apenas 13.3% das empresas responde com a não concordância (ainda que de forma parcial), com o facto de que os custos inerentes ao financiamento externo as impedir de recorrer ao mesmo, face a alternativa de recorrer a fundos internos. A análise remete ainda para os custos de transação como uma forma de evitar criar às empresas problemas financeiros acrescidos bem como a cessação de pagamento de dividendos como uma forma adicional de obtenção de liquidez¹².

Os resultados da análise das correlações, presentes na tabela A54, entre a variável CUSTRAN e a variável TRADEOFF, mostram que, para um nível de significância de 5%, a hipótese nula é rejeitada (*p-value* 0.027). Assim sendo, existem evidências de que os custos de transação e a acumulação de liquidez, de acordo com os pressupostos da teoria do *Trade Off*, estão positivamente correlacionados ($r = 0.285$). Pelo contrário, relativamente à correlação entre a *Pecking Order* e os custos de transação, os resultados indicam que a hipótese nula não é rejeitada (*p-value* 0.297) pelo que se demonstra estatisticamente, que para a amostra em análise, não existe relação entre as variáveis CUSTRAN e PECKORD.

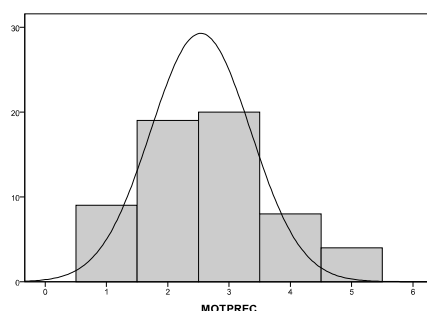
Os resultados obtidos estão em consonância com o previsto por Servaes e Tufano (2006), Dittmar et al. (2003) e Opler et al. (1999), que referem, no contexto da teoria do *Trade Off*, que este será um determinante que influenciará positivamente a acumulação de liquidez. Não foram encontrados estudos em que seja analisada a influência que os custos de transação exercem nos níveis de liquidez no contexto da teoria da *Pecking Order*. No entanto, será de esperar que uma empresa que decida acumular liquidez, prefira recorrer a fundos internos e só posteriormente a fundos externos para financiar a sua actividade, encarando desta forma, os custos de transação no acesso ao mercado de capitais como um factor de motivação adicional para a acumulação de fundos próprios.

A variável MOTPREC tem origem na questão 12.5 relativa à precaução quanto às assimetrias de informação e os custos daí resultantes, aquando do acesso a fundos externos para financiamento. As respostas obtidas das 60 empresas respondentes a esta questão (ver tabela A44), sugerem que não existe uma evidente preocupação com as

¹² A interação entre custos de transação e os possíveis constrangimentos de tesouraria que daí poderão surgir está patente na pergunta 12.2 e a relação entre dividendos, fundos adicionais e poupança de custos está representada na pergunta 12.3.

assimetrias de informação e consequentes custos que daí poderão surgir, a avaliar pelos 32% de discordância parcial. Cumulativamente, até ao *score* nível 3 (Não concordo nem discordo) a percentagem de resposta situou-se nos 80%, o que ilustra (ver ilustração 2) precisamente o que anteriormente foi sugerido.

Ilustração 2: Histograma variável MOTPREC



O resultado da correlação observada entre a variável MOTPREC e a variável TRADEOFF mostra que, para um nível de significância de 5%, pode concluir-se a favor da hipótese nula (*p-value* 0.036), evidenciando-se a correlação existente entre as duas – ver tabela A54. Surpreendente é o sinal negativo do coeficiente de *Spearman* ($r = -0.271$). A interpretação deste resultado indica que o motivo precaução influencia negativamente a acumulação de liquidez, o que vai contra todas as previsões existentes na literatura revista.

De acordo com Dittmar et al. (2003), o motivo precaução para a acumulação de liquidez baseia-se no impacto da informação assimétrica na capacidade da empresa em obter fundos externos. A mesma relação positiva é prevista por Han e Qiu (2007) que argumenta que por motivos de precaução, empresas sujeitas a constrangimentos financeiros tenderão a aumentar os níveis de liquidez acumulada para fazer face a um incremento na volatilidade dos *cash flows*.

A única explicação plausível para a correlação negativa encontrada remete para as respostas dadas à pergunta presente no inquérito relativa ao motivo precaução, que como foi apresentando anteriormente, demonstram discordância quanto à acumulação de liquidez como forma de evitar os custos inerentes às eventuais assimetrias de informação.

Já a correlação entre a variável MOTPREC e a variável PECKORD é significativa (*p-value* 0.00) e positiva ($r = 0.444$).

Numa lógica de financiamento hierárquico, a precaução da gestão relativa às assimetrias de informação e potenciais custos daí resultantes, contribuirão para o incremento da liquidez acumulada, de acordo com a realidade empresarial portuguesa.

Os custos de agência estão representados pela variável CUSTAGEN, a qual resulta da computação da média das questões 12.6, 12.7 e 12.8 relativas aos custos de agência.

Os resultados da inferência estatística – ver tabela A45, sugerem uma discordância generalizada das 60 empresas respondentes ao inquérito com o determinante custos de agência, uma vez que cumulativamente, cerca de 87% das respostas se concentram até ao *score* 3. A frequência de resposta mais observada na variável CUSTAGEN foi de 46,7% na opção “Discordo Parcialmente”.

Complemente-se esta análise com os resultados das respostas obtidas às perguntas relativas à propriedade, estrutura accionista e percentagem da participação dos gestores no capital da empresa. Como já anteriormente apresentado, a maioria das empresas respondentes – 83.3% - são de propriedade privada, a sua estrutura accionista média é de 2 a 5 accionistas. Relativamente à participação dos gestores no capital da empresa, as respostas evidenciam que 50% das empresas revelam que esta participação se situa nos 0% e 5%.

Estes dados, ainda que eventualmente insuficientes, sugerem a possível existência de conflitos de agência, possivelmente nas empresas de maior dimensão em que o capital está mais disperso e os interesses dos gestores estão menos alinhados pelos dos accionistas, dada a sua pouca participação no capital. Para testar esta hipótese, recorreu-se a uma tabela de contingência (tabela 5) onde mais claramente se torna visível que existem na amostra, empresas com uma estrutura accionista de dimensão relevante – entre 5 a 10 accionistas – em que a participação dos gestores no capital da empresas é nula ou no máximo de 5%. Note-se que nesta situação encontram-se 10 das empresas das 60 respondentes. Da mesma forma, 12 das 60 empresas respondentes têm entre 2 e 5 accionistas e uma participação dos gestores no capital entre 0 e 5%. Assim sendo, poderão estar reunidas as condições necessárias à existência de problemas de agência, embora e contra natura, as respostas dadas pelos responsáveis financeiros sugerem a não existência deste tipo de conflito (o que seria de esperar quando o questionário é realizado directamente ao responsável financeiro da empresa), note-se o *score* médio da variável CUSTAGEN de 2.53 (representativo da discordância parcial) sugerindo a não

existência de problemas de agência nas empresas portuguesas constituintes da amostra utilizada¹³.

Tabela 5: Tabela contingência % participação gestores no capital vs estrutura accionista

	Estrutura Accionista				Total
	1 acionista	2 - 5 acionistas	5 - 10 acionistas	> 10 acionistas	
Percentagem da participação dos gestores no capital da empresa	0	0	1	0	1
0 - 5 %	6	12	10	2	30
6 - 15 %	0	1	4	2	7
16 - 25 %	0	0	2	0	3
26 - 50 %	1	0	2	0	3
> 50 %	2	1	7	1	11
Total	9	25	12	9	9

A correlação observada entre as variáveis CUSTAGEN e TRADEOFF e PECKORD são ambas significativas, no entanto de sinal oposto.

Analisando a correlação presente na tabela A54, entre a variável CUSTAGEN e TRADEOFF, observa-se uma relação negativa ($r = -0.276$) e a estatística de teste remete para a rejeição da hipótese nula (p -value 0.033), providenciando significância à correlação negativa.

A literatura revista na realização da presente dissertação não apresenta resultados conclusivos relativamente à influência que os custos de agência deverão exercer sobre a liquidez acumulada, quando é definido previamente um montante óptimo de liquidez a acumular. Por um lado, Custódio et al. (2005), Cauderec (2005) e Fama e French (2002) argumentam que maiores custos de agência deverão motivar maior acumulação de liquidez por motivos de precaução (assimetrias de informação resultantes de gestão discricionária), bem como para garantir que projectos com potencial de criação de valor não fiquem comprometidos no futuro, devido a interesses conflitantes entre accionistas e proprietários. Além disso, os eventuais custos de transação acrescidos, resultantes da relação de agência, em empresas cujo acesso ao financiamento externo esteja limitado, deverão levar a uma maior acumulação de *cash*.

Por outro lado, de acordo com Opler et al. (1999), a relação poderá ser negativa, pois sobre a perspectiva da existência de gestão discricionária, os proprietários, com o intuito de tomarem posse do *cash flow*, tomam medidas para que não sejam acumulados níveis de liquidez adicionais, entre as quais, de acordo com Fama e French (2002) estão os

¹³ Como não se possuem dados adicionais, deixa-se aberto um estudo futuro relativo à existência de custos de agência e a sua influência na acumulação de liquidez, no contexto empresarial português.

maus investimentos e *perquisites*. Ainda que possam estar a desrespeitar o nível óptimo de liquidez a acumular.

Relativamente à relação existente entre a variável CUSTAGEN e PECKORD a correlação obtida apresenta um coeficiente positivo ($r = 0.307$) e significativo ($p\text{-value}$ 0.017) rejeitando-se a hipótese nula. Assim sendo, à luz da teoria da *Pecking Order*, no contexto empresarial português, os custos de agência contribuirão para o aumento da liquidez acumulada.

Este resultado pode ser comprovado pelas ilustrações 3 e 4, resultantes da construção de tabelas de contingência, onde são comparadas as variáveis PECKORD, Propriedade e a Percentagem da participação dos gestores no capital da empresa. A análise gráfica indica uma clara concordância de empresas privadas com a Teoria da *Pecking Order*. Este resultado pode ser explicado pelo facto de no sector privado se concentram as empresas de grande dimensão, onde capital está mais disperso e o alinhamento dos interesses entre gestores e accionistas é menor. Para comprovar este argumento observe-se o segundo gráfico onde de facto, um pequeno segmento de empresas concordam totalmente com a *Pecking Order* e os seus gestores possuem participações entre os 0 e os 5% no capital da empresa. Assim, apesar de as respostas às questões do inquérito relativas aos custos de agência transmitirem a ideia de que as empresas participantes não se enquadram nesta problemática, interagindo com as restantes questões, poderá sugerir-se que estão reunidas condições para que, em teoria, se verifiquem custos resultantes da problemática da agência.

De salientar que foi realizado o teste de independência do qui quadrado, de acordo com o previsto por Maroco (2007), relativamente a ambas as análises anteriormente apresentadas. Estes não se mostrou significativo no primeiro caso ($p\text{-value}$ 0.625), mas significativo no segundo ($p\text{-value}$ 0.039), no entanto o teste perde validade uma vez que cerca de 78% das células tem valor esperado superior a 5.

Tabela 6: Teste de independência Qui-quadrado

	Valor	df	p-value
Coefficiente de Pearson	2,610 ^a	4	,625
Nr. Casos válidos	60		

a. 6 células (66,7%) deveriam ter valor esperado inferior a 5. A contagem mínima esperada é de .67.

Tabela 7: Teste de independência Qui-quadrado

	Valor	df	p-value
Coefficiente de Pearson	19,066 ^a	10	,039
Nr. Casos válidos	60		

a. 14 células (77.9%) deveriam ter valor esperado inferior a 5. A contagem mínima esperada é de .67.

Ilustração 3: PECKORD vs % participação dos gestores

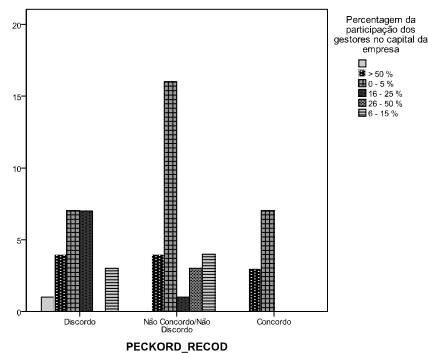
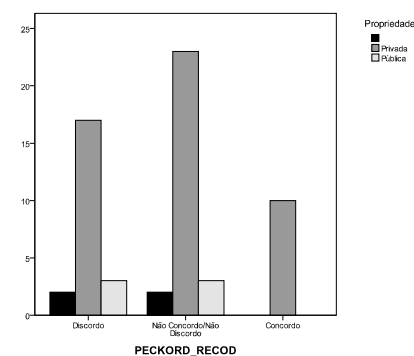


Ilustração 4: PECKORD vs Propriedade



Estes resultados estão em consonância com o previsto pela literatura revista. De acordo com Gogineni et al. (2012) e Opler et al. (1999), sugere-se que o aumento de liquidez acumulada resulta do entrincheiramento da gestão para que possam ser atingidos objectivos nem sempre maximizadores do valor para o accionista. Por outro lado, os custos que as assimetrias de informação irão acrescer ao custo no recurso a fundos externos motiva a maior preferência pela utilização de fundos internos no financiamento da actividade empresarial, de acordo com Fama e French (2002) e Ozkan e Ozkan (2004).

A variável OPINVEST resulta das respostas à questão 12.4 relativa à influência que as oportunidades de investimento têm na acumulação de liquidez. Dos resultados

obtidos da análise estatística (tabela A46) constata-se que existe, para a amostra em causa, uma concordância com a possibilidade de as oportunidades de investimento funcionarem como um *driver* para um aumento nos níveis de liquidez acumulada. Note-se os 45% de respostas assinaladas com *score* 4.

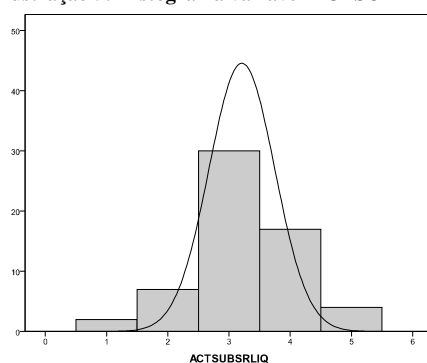
A correlação observada entre as variáveis OPINVEST e TRADEOFF evidencia a existência de uma relação positiva entre as oportunidades de investimento e a acumulação de liquidez, de acordo com os pressupostos da teoria do *Trade Off* – ver tabela 59. A correlação ($r = 0,252$) é significativa para um erro máximo de 5% (*p-value* 0,052).

Por outro lado, a relação entre as oportunidades de investimento e acumulação de liquidez, segundo a perspectiva da *Pecking Order*, não é significativa. A hipótese nula não é rejeitada (*p-value* 0.276) para um nível de significância de 5%, como tal, o coeficiente de correlação obtido não tem significado estatístico.

Os resultados obtidos corroboram os sugeridos pela literatura. De acordo com Bigelli e Vidal (2012), Gogineni et al. (2012) e Opler et al. (1999), a liquidez acumulada aumenta à medida que aumentam as oportunidades de investimento, uma vez que, a implementação de investimentos com valor poderão levar ao abandono de outros devido a eventuais défices de tesouraria. Ferreira e Vilela (2003) sugerem a existência de uma relação positiva pelo facto de empresas com melhores oportunidades de investimento estarem sujeitas a maiores custos financeiros, resultantes da perda do valor actualizado líquido em caso de falência. A mesma previsão é sugerida por Bates et al. (2009) e Denis e Sibilkov (2007) na medida em que níveis superiores de liquidez poderão ser mais valiosos para empresas que actuem sobre restrições de liquidez, dotando-as de capacidade de investimento e crescimento, mesmo quando outras fontes de financiamento forem limitadas ou estiverem inacessíveis, evitando desta forma o sub investimento ou estagnação do crescimento.

O determinante activos substitutos e restrições de liquidez resulta da computação média das perguntas 12.9 e 12.10 dando origem à variável ACTSUBSRLIQ.

Ilustração 5: Histograma variável ACTSUBRLIQ



A análise do histograma (ilustração 5) resultante da análise estatística à variável ACTSUBSRLIQ demonstra que na generalidade das respostas, não existe uma clara concordância nem discordância com os pressupostos subjacentes às duas questões colocadas sobre o tema. O *score* médio de resposta para a variável em análise foi de 3,23.

Face aos resultados obtidos, não é líquida a influência que os activos substitutos desempenham na acumulação de liquidez, por via das restrições financeiras às quais as empresas estão eventualmente expostas. A análise das correlações observadas entre as duas perspectivas teóricas e esta variável poderia ajudar a clarificar esta situação, no entanto, as correlações entre a variável ACTSUBSRLIQ e TRADEOFF e PECKORD não são significativas (*p-value* de 0.449 e 0.515 respectivamente) e como tal não se pode concluir relativamente à influência da última na acumulação de liquidez, quer sobre a perspectiva do *Trade off* bem como da *Pecking Order*.

Ainda assim, a avaliar pelo que é sugerido pela literatura, será de esperar uma relação negativa entre os activos substitutos e a liquidez acumulada de acordo com os pressupostos da teoria do *Trade Off* previstos em Bates et al. (1999), Ferreira e Vilela (2003) e Barclay e Smith (1999). Pressupõe-se que, no sentido de manter o nível de liquidez previamente definido sem ter de recorrer a fundos externos, a empresa liquide activos facilmente convertíveis em *cash*. É esperada a mesma relação negativa se a análise for feita pela óptica da teoria da *Pecking Order* uma vez que, será mais vantajoso para a gestão vender activos líquidos do que ter de recorrer a financiamento externo eventualmente gerador de custos e restrições adicionais.

A variável HEDG resulta da computação da variável 12.18 relativa à questão sobre a realização de *hedging* no sentido de garantir que investimentos futuros não sejam abandonados. Pelos resultados obtidos na análise estatística (tabela A48), sugere-se que

as empresas respondentes não concordam com a perspectiva de que a cobertura de risco sobre oportunidades de investimento vindouras possam estar a afectar os níveis de liquidez por si acumuladas. Note-se que, cumulativamente, 70% das respostas dadas encontram-se nos *scores* 1 e 2.

A correlação existente entre a variável HEDG e a variável TRADEOFF não se mostrou significativa (*p-value* 0.244), logo o coeficiente de correlação de *Spearman* não é analisável.

Por outro lado, os resultados evidenciam a existência de uma relação positiva com a teoria da *Pecking Order*. O coeficiente de correlação é de 0.522, para um *p-value* de 0.00, como tal o teste apresenta significância estatística. A interpretação deste resultado sugere que a volatilidade dos *cash flows* contribuirá para maiores restrições de liquidez e por esta via, o recurso a fundos próprios deverá ser preferível ao recurso a fundos externos mais caros para garantir que no futuro, boas janelas de investimentos são aproveitadas. Esta evidência é suportada por Kusnadi e Wei (2011).

A variável LINCRED diz respeito à contratação de fundos externos, nomeadamente linhas de crédito, quando a inexistência de fundos internos impede o aumento do nível do investimento actual. Esta variável foi construída com recurso à média das respostas à questão 12.11 e 12.12. Os resultados estatísticos presentes na tabela A49, evidenciam que um conjunto substancial das empresas respondentes (31,7%) concordam que as linhas de crédito poderão ser uma alternativa a considerar na ausência de fundos. No entanto, como já anteriormente apresentado, não é o mesmo o efeito que o recurso a este tipo de financiamento tem na acumulação de liquidez, de acordo com as duas perspectivas em análise.

O estudo das correlações observadas na inferência estatística (tabela A54), mostram que a relação entre a variável LINCRED e TRADEOFF apresenta uma correlação positiva e com significância estatística. O coeficiente de correlação de 0,379 (para um *p-value* de 0,003) sugere que a contratação de linhas de crédito aumentará a acumulação de liquidez. Esta evidência é suportada por Islam (2012), que sugere que empresas que recorram a financiamento externo estarão mais susceptíveis a falir e como tal, por precaução, tendem a acumular mais liquidez. Ainda por motivos de precaução, Lins et al. (2008) e Faulkelender (2004) sugerem que serão contratadas mais linhas de crédito quanto maior for a expectativa de realização de investimentos futuros.

No entanto, a relação entre as duas também poderá ser negativa. De acordo com Ozkan e Ozkan (2004), a relação bancária que as empresas apresentam é sinónimo da

sua capacidade de contrair dívida, assim, é de esperar que empresas com níveis de endividamento bancário superiores sejam menos propensas a acumular liquidez excedentária. Os resultados do inquérito aplicado em Servaes e Tufano (2006) evidenciam que a maioria dos inquiridos encara as linhas de crédito como um substituto à acumulação de liquidez, o que corrobora a previsão de uma relação negativa entre as variáveis. O mesmo resultado é apresentado em Bates et al. (2009).

A correlação entre a variável LINCRED e PECKORD não se mostrou significativa para uma probabilidade de erro de 5% (*p-value* 0.241). De acordo com Gogineni et al. (2012) e Ferreira e Vilela (2004), sobre os pressupostos da teoria da *Pecking Order*, será expectável que o endividamento aumente, quando os custos com a implementação do investimento supere os ganhos esperados, o que ditará, nestas circunstâncias, uma menor acumulação de liquidez.

A variável DIMEN diz respeito ao efeito que a dimensão da empresa terá na acumulação de liquidez. Esta variável foi construída pela computação média das variáveis 12.13 e 12.14. Estatisticamente, os resultados presentes na tabela A50, evidenciam uma concordância significativa com o facto de a dimensão influenciar a acumulação de liquidez – note-se que as respostas das empresas participantes às questões 12.13 e 12.14 revelaram uma concordância (ainda que parcial) de 35% e 45%, respectivamente. Enquadrando este resultado no contexto de ambas as perspectivas teóricas em análise, as correlações obtidas evidenciam que, de acordo com a *Pecking Order*, empresas de maior dimensão tenderão a apresentar níveis de *cash* superiores. A correlação é forte ($r = 0.435$) e é estatisticamente significativa (*p-value* de 0.001). Este resultado está de acordo com o previsto em Opler et al. (1999) onde é sugerida uma relação positiva pelo facto de a existência de uma gestão indisciplinada poder dar-se ao luxo de perseguir objectivos pessoais, acumulando assim mais liquidez para demover potenciais interessados na realização de um *takeover* e implementar projectos que melhor se adequem aos seus interesses. De acordo com o estudo, a dimensão é um impedimento à realização de uma aquisição hostil.

Relativamente à teoria do *Trade Off* o coeficiente de correlação obtido não é estatisticamente significativo, como tal não analisável (*p-value* 0.141), no entanto seria expectável que a liquidez diminuísse com o tamanho da empresa corroborando os resultados obtidos por Bigelli e Vidal (2012), Faulkelender (2004) e Kim et al. (1998)

A variável VOLCASHFLOW diz respeito à volatilidade dos *cash flows* e à sua influência nos níveis de liquidez acumulados pelas empresas. Esta variável teve origem

na computação média das variáveis 12.15 e 12.16. Pelos resultados estatísticos obtidos (tabela A51), sugere-se que as empresas respondentes concordam com o facto de a volatilidade dos *cash flows* contribuir para a definição de um nível óptimo de liquidez e por outro lado, que níveis mais elevados de *cash flows* contribuem para uma crescente independência dos mercados e mais facilidade no financiamento de novos projectos.

A correlação entre a volatilidade dos *cash flows* e a variável PECKORD é positiva ($r = 0.260$) para um *p-value* de 0.045, o que evidência a relação positiva prevista pela literatura. De acordo com Islam (2012), Ogundipe et al. (2012) e Afza e Adnan (2007), o sinal positivo é explicado pela motivação da empresa em acumular liquidez, para evitar ter de recorrer a fundos externos quando surgirem oportunidades de investimento com valor para implementar.

Já a relação entre a volatilidade dos *cash flows* e a teoria do *Trade Off* não se mostrou significativa (*p-value* de 0.98), para o conjunto de empresas portuguesas em análise. No entanto, seria de esperar que, de acordo com Bigelli e Vidal (2012), Bates et al. (2009), Han e Qiu (2007) e Dittmar e Servaes (2003), por motivos de precaução, empresas a operar sobre restrições financeiras e cujos *cash flows* apresentem maior volatilidade acumulem mais liquidez.

O determinante protecção legal e o efeito que o mesmo terá na acumulação de liquidez está presente na variável PROTLEG que tem origem na variável 12.17, relativa à pergunta sobre se a legislação incidente sobre os direitos accionistas levará a mais acumulação de liquidez, para evitar ter de se incorrer em contratação de financiamento externo mais caro (por via do maior rigor da legislação existente).

A análise estatística (tabela A52) indica que cerca de 53% das empresas respondentes não concorda, o que sugere que as mesmas preferirão, nestas circunstâncias, não acumular liquidez, e recorrer a fundos externos.

A correlação observada entre a variável PROTLEG e a variável TRADEOFF, é significativa (*p-value* de 0.057) e apresenta um coeficiente de correlação negativo ($r = -0,247$). Este resultado vai de encontro ao sugerido pela literatura. De acordo com Almeida et al. (2004), a maior protecção existente sobre os direitos accionistas deverá contribuir para uma diminuição dos custos do financiamento, que por sua vez irá motivar uma menor acumulação de liquidez.

Por outro lado, a correlação entre a variável PROTLEG e PECKORD é positiva ($r = 0.549$) e tem significância estatística (*p-value* de 0.000), assumindo um nível de erro de 5%.

Este resultado contraria os obtidos em Dittmar e Servaes (2003) uma vez que se sugere a existência de uma relação negativa com a liquidez acumulada em países onde a legislação incidente sobre os direitos dos accionistas é mais forte, sobretudo devido à intenção dos gestores em reduzir a pressão existente sobre a sua performance e desta forma, realizar investimentos que contribuam para seu benefício, mas que terão, eventualmente impacto na riqueza do accionista.

Todavia, a justificação para a diferença de sinal existente entre os dois estudos pode ficar a dever-se à maior proteção legal de que gozam os accionistas americanos¹⁴ face aos portugueses, corroborando a hipótese avançada por Dittmar e Servaes (2003) de que por motivos de custos de transação; precaução e dificuldades de acesso ao mercado de capital, empresas situadas em países onde os accionistas gozam de maior proteção acumulam mais liquidez.

No entanto, a mesma relação positiva é obtida em Harford et al. (2008), que sugere que, apesar de a literatura internacional prever a existencia de uma relação negativa, os seus resultados demonstram o efeito dos problemas de agência bem como o poder dos accionistas nos níveis de *cash flows* acumulados.

Foi estudado ainda o efeito que algumas variáveis contabilísticas desempenham na acumulação de liquidez, na realidade empresarial portuguesa. A variável representativa VARCONT resultou da computação da média das variáveis 12.19, 12.20 e 12.21, as quais são provenientes de questões relativas ao efeito que os resultados operacionais, os investimentos em capital e as dívidas a receber e a pagar desempenham nos níveis de liquidez. Os resultados estatísticos da análise à variável VARCONT – ver tabela A53, sugerem discordância por parte das empresas respondentes (25% das respostas foram atribuídas ao *score* 2), quanto à influência das variáveis contabilísticas no aumento dos níveis de liquidez. A análise das correlações entre as variáveis representativas das variáveis contabilísticas e as teorias do *Trade Off* e *Pecking Order* não se mostraram estatisticamente significativas. Desta forma, com o intuito de estudar mais pormenorizadamente o sinal da relação, recorreu-se à análise das correlações entre as variáveis originais.

Os resultados presentes na tabela A55¹⁵, mostram que para a variável 12.19 existe uma correlação negativa significativa com a variável 11.4. Assim, sugere-se que os

¹⁴ A amostra analisada em Dittmar e Servaes (2003) é composta por empresas americanas.

¹⁵ Como a tabela das correlações entre as variáveis originais era demasiadamente extensa, optou-se por colocar nos anexos apenas as correlações analisadas.

resultados operacionais, de acordo com os pressupostos da *Pecking Order*, deverão influenciar negativamente a liquidez acumulada. Estes resultados estão de acordo com os obtidos por Koshio e Cia (2003) que sugere que empresas com resultados operacionais superiores deverão apresentar níveis de *cash* inferiores já que se reduz a probabilidade de ser necessário um combate a um eventual déficit de liquidez.

As variáveis 12.20 e 11.3 estão positivamente correlacionadas e são estatisticamente significativas, indicando que os investimentos em capital levam a um incremento da liquidez acumulada, sobre os pressupostos da *Pecking Order*. Este resultado é corroborado pelo obtido em Koshio e Cia (2003), uma vez que uma variação positiva nos investimentos em capital, implica uma maior acumulação de liquidez por motivos de transação e precaução.

A relação entre dívidas a receber/pagar e os níveis de liquidez é ambígua, de acordo com os resultados obtidos da análise estatística. Observam-se correlações significativas, de ambos os sinais, entre as variáveis representativas das duas perspectivas teóricas em análise e a variável 12.21, representativa das dívidas a receber e a pagar. Este resultado está em consonância com o previsto por Koshio e Cia (2003), ora para as dívidas a receber onde se sugere que a relação poderá apresentar um sinal positivo como negativo, ora para as dívidas a pagar, onde a também se sugere a existência de uma relação ambígua. Em Ogundipe et al. (2012), corrobora-se a relação positiva entre níveis de liquidez acumulada e dívidas a receber e a pagar.

Apresenta-se como conclusão da discussão da presente dissertação uma tabela resumo (tabela 8) com os sinais, que a relação entre os determinantes analisados e as duas perspectivas teóricas estudadas apresentam:

Tabela 8: Relação determinantes e teoria do TRADEOFF e PECKING ORDER

Determinante/teoria	Trade Off	Pecking Order
Custos Transação	+	n.s.
Motivo Precaução	-	+
Custos Agência	-	+
Oportunidades de Investimento	+	n.s.
Activos substitutos	n.s.	n.s.
<i>Hedging</i>	n.s.	+
Linhas de crédito	+	n.s.
Dimensão	n.s.	+
Volatilidade <i>cash flows</i>	n.s.	+
Protecção legal	-	+
Variáveis contabilísticas	+/-	+/-

6. Conclusão

A presente dissertação visou estudar as teorias e determinantes que influenciam a acumulação de liquidez nas 500 maiores e melhores empresas portuguesas publicadas pela Revista Exame, na edição de Janeiro de 2012.

Da aplicação de um questionário aos responsáveis financeiros destas empresas foram obtidos resultados que poderão incrementar o conhecimento científico sobre o tema dos *corporate cash holdings* na economia portuguesa.

Das duas teorias estudadas, sugere-se que aquela que melhor descreve a acumulação de liquidez nas empresas portuguesas é a teoria do *Trade Off*. Os resultados estatísticos das respostas obtidas ao questionário, indicam uma tendência de concordância com esta perspectiva teórica em detrimento da *Pecking Order*. Este resultado está de acordo com o previsto pela literatura existente sobre o tema, embora não existam evidências inequívocas, suficientemente robustas para confirmar que uma teoria tem melhor aderência à realidade do que a outra.

Relativamente aos determinantes e à sua relação com a acumulação de liquidez, os resultados das respostas ao inquérito aplicado sugerem, que no contexto empresarial português, os custos de transação influenciam positivamente a acumulação de liquidez de acordo com a teoria do *Trade Off*. A maior aversão ao risco dos gestores representada no motivo precaução influencia positivamente a liquidez acumulada sobre a perspectiva da teoria da *Pecking Order* e negativamente sobre a perspectiva da teoria do *Trade Off*. Os custos de agência apresentam uma relação positiva com o nível de liquidez quando enquadrados na perspectiva da *Pecking Order* e negativa quando vistos sobre a perspectiva da teoria do *Trade Off*. As oportunidades de investimento relacionam-se positivamente com a liquidez acumulada quando a análise é feita à luz da teoria do *Trade Off*. Relativamente aos activos substitutos, os resultados não permitem estabelecer qualquer tipo de relação com nenhuma das duas teorias em estudo. A necessidade de cobertura de risco e a sua relação com os níveis de liquidez é positiva sobre a perspectiva da teoria da *Pecking Order*. As linhas de crédito apresentam uma relação positiva com a acumulação de liquidez à luz da teoria da teoria do *Trade Off*. Os resultados sugerem que a dimensão da empresa e a volatilidade dos *cash flows* apresentam uma relação positiva com o nível de liquidez sobre a perspectiva da *Pecking*

Order. A protecção legal existente sobre os direitos accionista apresenta uma relação negativa com a liquidez acumulada quando analisada sobre os pressupostos da teoria do *Trade Off*, no entanto, sobre a perspectiva da *Pecking Order*, os resultados sugerem uma relação positiva. A relação entre as variáveis contabilísticas analisadas e a liquidez acumulada é ambígua, podendo assumir sinal positivo como negativo quando analisada à luz de qualquer das duas teorias.

É expectável que nos próximos anos surjam novos estudos onde novos determinantes e novas amostras serão seleccionadas, contribuindo para incrementar o conhecimento relativamente aos pressupostos teóricos e *value drivers* deste tema ainda relativamente pouco explorado. Até agora, nenhuma conclusão irrefutável foi alcançada quanto ao maior poder explicativo de uma ou outra perspectiva teórica, ao mesmo tempo que novos determinantes estão a ser testados, pelo que não pode ser sugerido um resultado universal e vinculativo.

7. Bibliografia

- Acharya, V. V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is Cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, Vol.16, 515-554.
- Afza, T., & Adnan, M. (2007). Determinants of Corporate Cash Holdings: A case study of Pakistan. *Proceedings of Singapore Economic Review Conference* , 154-165.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, Vol.59, Nr.4.
- Amaro, A., Macedo, L., & Póvoa, A. (2005). A arte de fazer questionários. *Faculdade de Ciências de Universidade do Porto, Metodologias de Investigação em Educação, Investigação - trabalho em curso*.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt. *Journal of Finance*, Vol.50, No.2.
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1999). The Capital structure puzzle: Another look at the evidence. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.12(1), 8-20.
- Bates, T. W., Kahle, M. K., & Stulz, R. M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The Journal of Finance*, Vol.64, No.5.
- Bencel, F., & Mittoo, U. R. (2004). Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, No.4, 103-132.
- Bigelli, M., & Vidal, J. S. (2012). Cash Holdings in Private Firms. *Journal of Banking & Finance*, Vol.1(1), 26-35.
- Cabral, N. (2006). Investigação por Inquérito. *Mongrafias da SEIO, Departamento de Matemática da Univ. dos Açores*, disponível em: www.uac.pt/~amendes.
- Campos, P., & Ferreira, M. J. (s.d.). Dossiês Didáticos XI - O inquérito estatístico. disponível em: <http://alea-estp.ine.pt/>.
- Chirinko, S. R., & Singha, A. R. (2000). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure: A Critical Comment. *Journal of Financial Economics*, Vol.58,(3), 417-425.
- Couderc, N. (2005). Corporate Cash Holdings: financial determinants and consequences. *Investigação - Trabalho em curso, Universidade de Paris*.
- Custódio, C., Ferreira, M., & Raposo, C. (Fevereiro de 2005). *SSNR*. Obtido em Janeiro de 2012, de SSNR: <http://ssrn.com/abstract=608664>.

- Denis, D., & Sibilkov, V. (2007). Financial Constraints, Investment, and the value of Cash Holdings. *Review of Financial Studies*, Vol.23, 247-269.
- Dittmar, A. (2008). Corporate Cash Policy and How to Manage it with Stock Repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.20(3), 22-34.
- Dittmar, A., Smith, J., & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, Nr.1.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, Vol. 25, 383-417.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade Off and Pecking Order predictions about Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, Vol.15, No.1, 1-33.
- Faulkender, M. (2004). Cash Holdings among small business. *Investigação - Trabalho em curso, Universidade de Washington*.
- Ferreira, M. A., & Vilela, S. A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, Vol.10, Nr.2, 295-319.
- Gill, M. A., & Mathur, N. (2011). Factors that Influence Corporate Liquidity Holdings in Canada. *Journal of Applied Finance & Banking*, Vol.1, No.2, 133-153.
- Gogineni, S., Linn, S., & Yadav, P. K. (2012). Evidence on the Determinants of Cash Holdings by Private and Public Companies. *Investigação - trabalho em curso*, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=2022689>.
- Graham, J. R., & Campbell, H. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, Vol.60, 187-243.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 13 43-57.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, F. W. (2008). Corporate Governance and Firm Cash Holdings. *Journal of Financial Economics*, Vol.87, 535-555.
- Hill, M., & Hill, A. (1998). A construção de um questionário. *Centro de Estudos sobre mudança Socioeconómica, Investigação - Trabalho em curso*.
- Islam, S. (2012). Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from Bangladesh. *International Journal of Business and Management*, Vol.7, No.6.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1974). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, No.4, 305-360.
- John, T. A. (1993). Accounting Measures of Corporate Liquidity, Leverage, and Costs of Financial Distress. *Financial Management*, Vol.22, No.3, 91-100.

- Ju, N., Parrino, R., Poteshman, A. M., & Weisbach, M. S. (2005). Horses and Rabbits? Trade Off Theory and Optimal Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.40, 259-281.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.33, 335-359.
- Koshio, S., & Cia, J. (2004). The Determinants of Corporate Cash Holdings: A comparison between Brazilian And US Firms. *Encontro anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração*, CD1.
- Kusnadi, Y., & Wei, J. K. (2011). The determinants of corporate cash management policies: Evidence from around the world. *Journal of Corporate Finance*, Vol.17(3), 725-740.
- Lakshmi, S., & Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, Nr.51, 219-244.
- Lins, K., Servaes, H., & Tufano, P. (2010). What drives corporate liquidity? An international survey of cash holdings and lines of credit. *Journal of Financial Economics*, Vol.98, 160-176.
- Maroco, J. (2007). *Análise Estatística com Utilização do SPSS*. Edições Silabo.
- Miller, H. M., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.80, No. 3, 413-435.
- Minton, A. B., & Schrand, C. (1999). The impact of cash flow volatility on discretionary investment and the costs of debt and equity financing. *Journal of Financial Economics*, Vol.54, 423-460.
- Mira, F. S., & Gracia, J. L. (2003). Pecking Order versus Trade Off: An Empirical Approach to the Small and Medium Enterprise Capital Structure. *Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas*, disponível em <http://ssrn.com/abstract=393160>.
- Murray, F. Z., & Vidhan, G. K. (2002). Testing the Pecking Order theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, Nr.67, 217-248.
- Murray, F. Z., & Vidhan, G. K. (2008). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. In *Handbook of Empirical Corporate Finance*, Vol.2 (pp. 136-171). Elsevier.
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, No.39, 572-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment decisions when Firms have information that investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.13, 187-221.

- Ogundipe, S. E., Salawu, R. O., & Ogundipe, O. L. (2012). The Determinants of Corporate Cash Holdings in Nigeria: Evidence from General Method of Moments (GMM). *International Journal of Social and Human Sciences*, Vol.6.
- Opler, C. T., & Titman, S. (1994). Financial Distress and Corporate Performance. *The Journal of Finance*, Vol.49, No.3, 1015-1040.
- Opler, T., Pinkowitz, L., & Williamson, R. (1999). The Determinants and implications of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* , Vol.52, 3-46.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, Vol.28, 2103-2134.
- Petersen, M. A., & Rajan, R. G. (2002). Does Distance Still Matter? The Information Revolutuin in Small Business Lending. *The Journal of Finance*, Vol.57, No.6.
- Servaes, H., & Tufano, P. (2006). The Theory and Practice of Corporate Liquidity Policy. *article in Deutsche Bank*.
- Sufi, A. (2009). Bank Lines of Credit in Corporate Finance: An Empirical Analysis. *The Review of Financial Studies*, Vol.22(3), 1057-1088.
- Yun, H. (2009). The Choise of Corporate Liquididity and Corporate Governance. *The Review of Financial Studies*, Vol.22(4), 1447-1475.

8. Anexos

Tabela A1: Sector de Actividade da Empresa

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Bancos/Finanças/Seguradoras	4	6,7	6,7	6,7
Comunicação/Média	3	5,0	5,0	11,7
Construção	7	11,7	11,7	23,3
Energia	6	10,0	10,0	33,3
Manufatura	6	10,0	10,0	43,3
Outros	19	31,7	31,7	75,0
Retailo	4	6,7	6,7	81,7
Tecnologias	6	10,0	10,0	91,7
Transportes	5	8,3	8,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A2: Receitas mensais provenientes das Vendas/Prestação de serviços

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
<i>Missing values</i>	1	1,7	1,7	1,7
500.000€ - 1.000.000€	12	20,0	20,0	20,0
1.000.000€ - 5.000.000€	8	13,3	13,3	33,3
5.000.000 - 10.000.000€	16	26,7	26,7	60
> 10.000.000€	23	38,3	38,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A3: Percentagem da produção vendida ao exterior

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
0%	18	30,0	30,0	30,0
1 - 24 %	24	40,0	40,0	70,0
25 - 49 %	6	10,0	10,0	80,0
> 50 %	12	20,0	20,0	20,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A4: Propriedade

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
<i>Missing values</i>	4	6,7	6,7	6,7
Privada	50	83,3	83,3	90,0
Pública	6	10,0	10,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A5: Estrutura Accionista

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
1 acionista	14	23,3	23,3	23,3
2 - 5 acionistas	25	41,7	41,7	65,0
5 - 10 acionistas	12	20,0	20,0	85,0
> 10 acionistas	9	15,0	15,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A6: Percentagem da participação dos gestores no capital da empresa

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
<i>Missing values</i>	1	1,7	1,7	1,7
0 - 5 %	30	50,0	50,0	51,7
6 - 15 %	7	11,7	11,7	63,4
16 - 25 %	8	13,3	13,3	76,7
26 - 50 %	3	5,0	5,0	81,7
> 50 %	11	18,3	18,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A7: Nível óptimo de liquidez

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Não	33	55,0	55,0	55,0
Sim	27	45,0	45,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A8: QUEST10.1

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	6	10,0	10,0	11,7
Não Concordo/Não Discordo	5	8,3	8,3	20,0
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	43,3
Concordo Totalmente	34	56,7	56,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A9: QUEST10.2

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	7	11,7	11,9	11,9
Discordo Parcialmente	11	18,3	18,6	30,5
Não Concordo/Não Discordo	12	20,0	20,3	50,8
Concordo Parcialmente	13	21,7	22,0	72,9
Concordo Totalmente	16	26,7	27,1	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A10: QUEST10.3

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Parcialmente	2	3,3	3,4	3,4
Não Concordo/Não Discordo	5	8,3	8,6	12,1
Concordo Parcialmente	18	30,0	31,0	43,1
Concordo Totalmente	33	55,0	56,9	100,0
Total	58	96,7	100,0	
<i>Missing values</i>	2	3,3		
Total	60	100,0		

Tabela A11: QUEST10.4

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	6	10,0	10,3	10,3
Discordo Parcialmente	9	15,0	15,5	25,9
Não Concordo/Não Discordo	13	21,7	22,4	48,3
Concordo Parcialmente	18	30,0	31,0	79,3
Concordo Totalmente	12	20,0	20,7	100,0
Total	58	96,7	100,0	
<i>Missing values</i>	2	3,3		
Total	60	100,0		

Tabela A12: QUEST10.5

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	14	23,3	23,7	25,4
Não Concordo/Não Discordo	25	41,7	42,4	67,8
Concordo Parcialmente	12	20,0	20,3	88,1
Concordo Totalmente	7	11,7	11,9	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A13: QUEST11.1

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	36	60,0	60,0	60,0
Discordo Parcialmente	16	26,7	26,7	86,7
Não Concordo/Não Discordo	4	6,7	6,7	93,3
Concordo Parcialmente	2	3,3	3,3	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A14: QUEST11.2

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	3	5,0	5,0	6,7
Não Concordo/Não Discordo	25	41,7	41,7	48,3
Concordo Parcialmente	18	30,0	30,0	78,3
Concordo Totalmente	13	21,7	21,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A15: QUEST11.3

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	2	3,3	3,3	3,3
Discordo Parcialmente	13	21,7	21,7	25,0
Não Concordo/Não Discordo	26	43,3	43,3	68,3
Concordo Parcialmente	11	18,3	18,3	86,7
Concordo Totalmente	8	13,3	13,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A16: QUEST11.4

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	8	13,3	13,3	13,3
Discordo Parcialmente	12	20,0	20,0	33,3
Não Concordo/Não Discordo	19	31,7	31,7	65,0
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	88,3
Concordo Totalmente	7	11,7	11,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A17: QUEST11.5

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	4	6,7	6,7	6,7
Discordo Parcialmente	26	43,3	43,3	50,0
Não Concordo/Não Discordo	15	25,0	25,0	75,0
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	98,3
Concordo Totalmente	1	1,7	1,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A18: QUEST12.1

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	8	13,3	13,3	13,3
Discordo Parcialmente	8	13,3	13,3	26,7
Não Concordo/Não Discordo	6	10,0	10,0	36,7
Concordo Parcialmente	13	21,7	21,7	58,3
Concordo Totalmente	25	41,7	41,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A19: QUEST12.2

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	5	8,3	8,3	10,0
Não Concordo/Não Discordo	13	21,7	21,7	31,7
Concordo Parcialmente	18	30,0	30,0	61,7
Concordo Totalmente	23	38,3	38,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A20: QUEST12.3

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	3	5,0	5,0	5,0
Discordo Parcialmente	8	13,3	13,3	18,3
Não Concordo/Não Discordo	21	35,0	35,0	53,3
Concordo Parcialmente	21	35,0	35,0	88,3
Concordo Totalmente	7	11,7	11,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A21: QUEST12.4

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	7	11,7	11,7	13,3
Não Concordo/Não Discordo	9	15,0	15,0	28,3
Concordo Parcialmente	27	45,0	45,0	73,3
Concordo Totalmente	16	26,7	26,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A22: QUEST12.5

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	9	15,0	15,0	15,0
Discordo Parcialmente	19	31,7	31,7	46,7
Não Concordo/Não Discordo	20	33,3	33,3	80,0
Concordo Parcialmente	8	13,3	13,3	93,3
Concordo Totalmente	4	6,7	6,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A23: QUEST12.6

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	7	11,7	11,7	11,7
Discordo Parcialmente	14	23,3	23,3	35,0
Não Concordo/Não Discordo	24	40,0	40,0	75,0
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	98,3
Concordo Totalmente	1	1,7	1,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A24: QUEST12.7

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	8	13,3	13,3	13,3
Discordo Parcialmente	22	36,7	36,7	50,0
Não Concordo/Não Discordo	16	26,7	26,7	76,7
Concordo Parcialmente	13	21,7	21,7	98,3
Concordo Totalmente	1	1,7	1,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A25: QUEST12.8

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	17	28,3	28,3	28,3
Discordo Parcialmente	30	50,0	50,0	78,3
Não Concordo/Não Discordo	7	11,7	11,7	90,0
Concordo Parcialmente	6	10,0	10,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A26: QUEST12.9

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	5	8,3	8,3	8,3
Discordo Parcialmente	5	8,3	8,3	16,7
Não Concordo/Não Discordo	11	18,3	18,3	35,0
Concordo Parcialmente	30	50,0	50,0	85,0
Concordo Totalmente	9	15,0	15,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A27: QUEST12.10

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	15	25,0	25,0	25,0
Discordo Parcialmente	23	38,3	38,3	63,3
Não Concordo/Não Discordo	11	18,3	18,3	81,7
Concordo Parcialmente	7	11,7	11,7	93,3
Concordo Totalmente	4	6,7	6,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A28: QUEST12.11

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	4	6,7	6,7	6,7
Discordo Parcialmente	14	23,3	23,3	30,0
Não Concordo/Não Discordo	15	25,0	25,0	55,0
Concordo Parcialmente	23	38,3	38,3	93,3
Concordo Totalmente	4	6,7	6,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A29: QUEST12.12

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	12	20,0	20,3	20,3
Discordo Parcialmente	23	38,3	39,0	59,3
Não Concordo/Não Discordo	12	20,0	20,3	79,7
Concordo Parcialmente	7	11,7	11,9	91,5
Concordo Totalmente	5	8,3	8,5	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A30: QUEST12.13

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	7	11,7	11,7	11,7
Discordo Parcialmente	12	20,0	20,0	31,7
Não Concordo/Não Discordo	29	48,3	48,3	80,0
Concordo Parcialmente	11	18,3	18,3	98,3
Concordo Totalmente	1	1,7	1,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A31: QUEST12.14

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	2	3,3	3,4	3,4
Discordo Parcialmente	11	18,3	18,6	22,0
Não Concordo/Não Discordo	17	28,3	28,8	50,8
Concordo Parcialmente	20	33,3	33,9	84,7
Concordo Totalmente	9	15,0	15,3	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A32: QUEST12.15

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	3	5,0	5,1	6,8
Não Concordo/Não Discordo	9	15,0	15,3	22,0
Concordo Parcialmente	40	66,7	67,8	89,8
Concordo Totalmente	6	10,0	10,2	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A33: QUEST12.16

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Parcialmente	9	15,0	15,0	15,0
Não Concordo/Não Discordo	12	20,0	20,0	35,0
Concordo Parcialmente	27	45,0	45,0	80,0
Concordo Totalmente	12	20,0	20,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A34: QUEST12.17

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	17	28,3	28,3	28,3
Discordo Parcialmente	23	38,3	38,3	66,7
Não Concordo/Não Discordo	16	26,7	26,7	93,3
Concordo Parcialmente	2	3,3	3,3	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A35: QUEST12.18

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	15	25,0	25,4	25,4
Discordo Parcialmente	26	43,3	44,1	69,5
Não Concordo/Não Discordo	9	15,0	15,3	84,7
Concordo Parcialmente	7	11,7	11,9	96,6
Concordo Totalmente	2	3,3	3,4	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A36: QUEST12.19

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	9	15,0	15,0	16,7
Não Concordo/Não Discordo	28	46,7	46,7	63,3
Concordo Parcialmente	20	33,3	33,3	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A37: QUEST12.20

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	19	31,7	32,2	32,2
Discordo Parcialmente	22	36,7	37,3	69,5
Não Concordo/Não Discordo	10	16,7	16,9	86,4
Concordo Parcialmente	5	8,3	8,5	94,9
Concordo Totalmente	3	5,0	5,1	100,0
Total	59	98,3	100,0	
<i>Missing values</i>	1	1,7		
Total	60	100,0		

Tabela A38: QUEST12.21

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	3	5,0	5,0	5,0
Discordo Parcialmente	5	8,3	8,3	13,3
Não Concordo/Não Discordo	18	30,0	30,0	43,3
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	66,7
Concordo Totalmente	20	33,3	33,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A39: Estatísticas descritivas variáveis originais

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão
QUEST12.1	60	1	5	3,65	1,471
QUEST12.2	60	1	5	3,95	1,048
QUEST12.3	60	1	5	3,35	1,022
QUEST12.4	60	1	5	3,83	1,011
QUEST12.5	60	1	5	2,65	1,102
QUEST12.6	60	1	5	2,80	,988
QUEST12.7	60	1	5	2,62	1,027
QUEST12.8	60	1	4	2,03	,901
QUEST12.9	60	1	5	3,55	1,111
QUEST12.10	60	1	5	2,37	1,178
QUEST12.11	60	1	5	3,15	1,071
QUEST12.12	59	1	5	2,49	1,194
QUEST12.13	60	1	5	2,78	,940
QUEST12.14	59	1	5	3,39	1,067
QUEST12.15	59	1	5	3,80	,761
QUEST12.16	60	2	5	3,70	,962
QUEST12.17	60	1	5	2,15	,988
QUEST12.18	59	1	5	2,24	1,072
QUEST12.19	60	1	5	3,22	,804
QUEST12.20	59	1	5	2,17	1,132
QUEST12.21	60	1	5	3,72	1,166
N válido	55				

Tabela A40: Estatísticas descritivas variáveis computadas

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
TRADEOFF	60	2	5	3,92	,962
PECKORD	60	1	4	2,78	,739
CUSTRANS	60	2	5	3,62	,846
MOTPREC	60	1	5	2,65	1,102
OPINVEST	60	1	5	3,83	1,011
CUSTAGEN	60	1	4	2,53	,812
ACTSUBSRLIQ	60	1	5	3,23	,871
LINCRED	60	1	5	3,05	,910
DIMEN	60	1	5	3,35	,917
VOLCASHFLOW	60	2	5	3,98	,676
PROTLEG	60	1	5	2,42	,962
HEDG	60	0	5	2,20	1,102
VARCONT	60	2	5	3,05	,790
Valid N (listwise)	60				

Tabela A41: TRADEOFF

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Parcialmente	4	6,7	6,7	6,7
Não Concordo/Não Discordo	18	30,0	30,0	36,7
Concordo Parcialmente	17	28,3	28,3	65,0
Concordo Totalmente	21	35,0	35,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A42: PECKORD

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	21	35,0	35,0	36,7
Não Concordo/Não Discordo	28	46,7	46,7	83,3
Concordo Parcialmente	10	16,7	16,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A43: CUSTRANS

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Parcialmente	8	13,3	13,3	13,3
Não Concordo/Não Discordo	13	21,7	21,7	35,0
Concordo Parcialmente	33	55,0	55,0	90,0
Concordo Totalmente	6	10,0	10,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A44: MOTPREC

	Frequência	Porcentagem	Porcentagem válida	Porcentagem acumulada
Discordo Totalmente	9	15,0	15,0	15,0
Discordo Parcialmente	19	31,7	31,7	46,7
Não Concordo/Não Discordo	20	33,3	33,3	80,0
Concordo Parcialmente	8	13,3	13,3	93,3
Concordo Totalmente	4	6,7	6,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A45: CUSTAGEN

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	4	6,7	6,7	6,7
Discordo Parcialmente	28	46,7	46,7	53,3
Não Concordo/Não Discordo	20	33,3	33,3	86,7
Concordo Parcialmente	8	13,3	13,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A46: OPINVEST

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	7	11,7	11,7	13,3
Não Concordo/Não Discordo	9	15,0	15,0	28,3
Concordo Parcialmente	27	45,0	45,0	73,3
Concordo Totalmente	16	26,7	26,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A47: ACTSUBSRLIQ

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	2	3,3	3,3	3,3
Discordo Parcialmente	7	11,7	11,7	15,0
Não Concordo/Não Discordo	30	50,0	50,0	65,0
Concordo Parcialmente	17	28,3	28,3	93,3
Concordo Totalmente	4	6,7	6,7	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A48: HEDG

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
0	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Totalmente	15	25,0	25,0	26,7
Discordo Parcialmente	26	43,3	43,3	70,0
Não Concordo/Não Discordo	9	15,0	15,0	85,0
Concordo Parcialmente	7	11,7	11,7	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A49: LINCREC

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	1	1,7	1,7	1,7
Discordo Parcialmente	17	28,3	28,3	30,0
Não Concordo/Não Discordo	23	38,3	38,3	68,3
Concordo Parcialmente	16	26,7	26,7	95,0
Concordo Totalmente	3	5,0	5,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A50: DIMEN

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	2	3,3	3,3	3,3
Discordo Parcialmente	7	11,7	11,7	15,0
Não Concordo/Não Discordo	24	40,0	40,0	55,0
Concordo Parcialmente	22	36,7	36,7	91,7
Concordo Totalmente	5	8,3	8,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A51: VOLCASHFLOW

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Parcialmente	1	1,7	1,7	1,7
Não Concordo/Não Discordo	11	18,3	18,3	20,0
Concordo Parcialmente	36	60,0	60,0	80,0
Concordo Totalmente	12	20,0	20,0	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A52: PROTLEG

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Totalmente	7	11,7	11,7	11,7
Discordo Parcialmente	32	53,3	53,3	65,0
Não Concordo/Não Discordo	12	20,0	20,0	85,0
Concordo Parcialmente	7	11,7	11,7	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A53: VARCONT

	Frequência	Percentagem	Percentagem válida	Percentagem acumulada
Discordo Parcialmente	15	25,0	25,0	25,0
Não Concordo/Não Discordo	29	48,3	48,3	73,3
Concordo Parcialmente	14	23,3	23,3	96,7
Concordo Totalmente	2	3,3	3,3	100,0
Total	60	100,0	100,0	

Tabela A54: correlações entre variáveis TRADEOFF E PECKORD e os vários determinantes

		TRADEOFF	PECKORD	CUSTRANS	MOTPREC	OPINVEST	CUSTAGEN	ACTSUBSRLIQ	LINCRED	DIMEN	VOLCASHFLOW	PROTLEG	HEDG	VARCONT	
Rho de Spearman	TRADEOFF	Coefficiente de correlação	1,000	-.334**	,285*	-.271*	,252	-.276*	,100	,124	-.192	,003	-.247	-.153	-.036
		<i>p-value</i>	.	,009	,027	,036	,052	,033	,449	,346	,141	,980	,057	,244	,788
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
PECKORD		Coefficiente de correlação	-.334**	1,000	-.137	,444**	-.143	,307*	,086	,154	,435**	,260*	,549**	,522**	,386**
		<i>p-value</i>	,009	.	,297	,000	,276	,017	,515	,241	,001	,045	,000	,000	,002
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
CUSTRANS		Coefficiente de correlação	,285*	-.137	1,000	-.057	,372**	-.003	,158	-.044	-.094	-.056	-.366**	-.244	-.206
		<i>p-value</i>	,027	,297	.	,663	,003	,983	,229	,736	,474	,672	,004	,060	,114
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
MOTPREC		Coefficiente de correlação	-.271*	,444**	-.057	1,000	,050	,312*	,168	-.051	,442**	,084	,322**	,321*	,398**
		<i>p-value</i>	,036	,000	,663	.	,703	,015	,200	,700	,000	,523	,012	,012	,002
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
OPINVEST		Coefficiente de correlação	,252	-.143	,372**	,050	1,000	,055	,026	-.154	,041	,141	-.072	-.009	,003
		<i>p-value</i>	,052	,276	,003	,703	.	,675	,842	,241	,755	,281	,586	,946	,979
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
CUSTAGEN		Coefficiente de correlação	-.276*	,307*	-.003	,312*	,055	1,000	,175	,089	,226	,116	,288*	,176	,274*
		<i>p-value</i>	,033	,017	,983	,015	,675	.	,181	,501	,082	,379	,026	,179	,034
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
ACTSUBSRLIQ		Coefficiente de correlação	,100	,086	,158	,168	,026	,175	1,000	,353**	,224	,195	,142	,233	,391**
		<i>p-value</i>	,449	,515	,229	,200	,842	,181	.	,006	,085	,135	,279	,074	,002
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
LINCRED		Coefficiente de correlação	,379	,154	-.044	-.051	-.154	,089	,353**	1,000	,025	,193	,162	,248	,206
		<i>p-value</i>	,003	,241	,736	,700	,241	,501	,006	.	,851	,140	,216	,056	,114
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
DIMEN		Coefficiente de correlação	-.192	,435**	-.094	,442**	,041	,226	,224	,025	1,000	,347**	,367**	,260*	,523**
		<i>p-value</i>	,141	,001	,474	,000	,755	,082	,085	,851	.	,007	,004	,044	,000
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
VOLCASHFLOW		Coefficiente de correlação	,003	,260*	-.056	,084	,141	,116	,195	,193	,347**	1,000	,179	,151	,305*
		<i>p-value</i>	,980	,045	,672	,523	,281	,379	,135	,140	,007	.	,172	,251	,018
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
PROTLEG		Coefficiente de correlação	-.247	,549**	-.366**	,322*	-.072	,288*	,142	-.162	,367**	,179	1,000	,854**	,429**
		<i>p-value</i>	,057	,000	,004	,012	,586	,026	,279	,216	,004	,172	.	,000	,001
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
HEDG		Coefficiente de correlação	-.153	,522**	-.244	,321*	-.009	,176	,233	,248	,260*	,151	,854**	1,000	,428**
		<i>p-value</i>	,244	,000	,060	,012	,946	,179	,074	,056	,044	,251	,000	.	,001
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
VARCONT		Coefficiente de correlação	-.036	,386**	-.206	,398**	,003	,274*	,391**	,206	,523**	,305*	,429**	,428**	1,000
		<i>p-value</i>	,788	,002	,114	,002	,979	,034	,002	,114	,000	,018	,001	,001	.
		N	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60

** . A correlação é significativa ao nível 0.01 .

* . A correlação é significativa ao nível 0.05 .

Tabela A55: Correlações entre variáveis originais TRADEOFF E PECKORD e perguntas 12.19,12.20 e 12.21

		QUEST10.1	QUEST10.2	QUEST10.3	QUEST10.4	QUEST10.5	QUEST11.1	QUEST11.2	QUEST11.3	QUEST11.4	QUEST11.5	QUEST12.19	QUEST12.20	QUEST12.21	
Rho de Spearman	QUEST10.1	Coeficiente de correlação	1,000	,354**	,663**	,334*	,062	-,074	,240	-,234	,022	,059	,035	-,182	-,109
		<i>p-value</i>	.	,006	,000	,010	,643	,574	,065	,072	,870	,652	,789	,168	,405
		N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60
QUEST10.2	Coeficiente de correlação	,354**	1,000	,427**	,329*	,429**	-,214	,051	-,147	,070	-,126	,031	-,008	-,018	
	<i>p-value</i>	,006	.	,001	,013	,001	,103	,700	,268	,600	,340	,816	,954	,890	
	N	59	59	57	57	58	59	59	59	59	59	59	58	59	
QUEST10.3	Coeficiente de correlação	,663**	,427**	1,000	,175	,080	-,220	,107	-,250	-,173	-,047	-,046	-,260	-,262*	
	<i>p-value</i>	,000	,001	.	,189	,550	,097	,426	,058	,193	,724	,730	,051	,047	
	N	58	57	58	58	58	58	58	58	58	58	58	57	58	
QUEST10.4	Coeficiente de correlação	,334*	,329*	,175	1,000	,190	-,294*	-,068	-,273*	-,227	-,331*	,069	-,165	-,192	
	<i>p-value</i>	,010	,013	,189	.	,153	,025	,613	,038	,087	,011	,605	,221	,149	
	N	58	57	58	58	58	58	58	58	58	58	58	57	58	
QUEST10.5	Coeficiente de correlação	,062	,429**	,080	,190	1,000	-,282*	,206	-,212	,162	-,194	,039	-,102	,036	
	<i>p-value</i>	,643	,001	,550	,153	.	,031	,117	,107	,220	,141	,770	,447	,788	
	N	59	58	58	58	59	59	59	59	59	59	59	58	59	
QUEST11.1	Coeficiente de correlação	-,074	-,214	-,220	-,294*	-,282*	1,000	,198	,170	,022	,189	,040	,226	,174	
	<i>p-value</i>	,574	,103	,097	,025	,031	.	,129	,195	,866	,147	,762	,085	,185	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST11.2	Coeficiente de correlação	,240	,051	,107	-,068	,206	,198	1,000	,318*	,060	,003	,303*	,176	,116	
	<i>p-value</i>	,065	,700	,426	,613	,117	,129	.	,013	,651	,985	,019	,182	,377	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST11.3	Coeficiente de correlação	-,234	-,147	-,250	-,273*	-,212	,170	,318*	1,000	,401**	,321*	,245	,329*	,267*	
	<i>p-value</i>	,072	,268	,058	,038	,107	,195	,013	.	,002	,012	,059	,011	,039	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST11.4	Coeficiente de correlação	,022	,070	-,173	-,227	,162	,022	,060	,401**	1,000	,526**	-,272*	,117	,406**	
	<i>p-value</i>	,870	,600	,193	,087	,220	,866	,651	,002	.	,000	,036	,379	,001	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST11.5	Coeficiente de correlação	,059	-,126	-,047	-,331*	-,194	,189	,003	,321*	,526**	1,000	-,240	,248	,362**	
	<i>p-value</i>	,652	,340	,724	,011	,141	,147	,985	,012	,000	.	,065	,058	,005	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST12.19	Coeficiente de correlação	,035	,031	-,046	,069	,039	,040	,303*	,245	-,272*	-,240	1,000	,104	-,046	
	<i>p-value</i>	,789	,816	,730	,605	,770	,762	,019	,059	,036	,065	.	,434	,724	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	
QUEST12.20	Coeficiente de correlação	-,182	-,008	-,260	-,165	-,102	,226	,176	,329*	,117	,248	,104	1,000	,435**	
	<i>p-value</i>	,168	,954	,051	,221	,447	,085	,182	,011	,379	,058	,434	.	,001	
	N	59	58	57	57	58	59	59	59	59	59	59	59	59	
QUEST12.21	Coeficiente de correlação	-,109	-,018	-,262*	-,192	,036	,174	,116	,267*	,406**	,362**	-,046	,435**	1,000	
	<i>p-value</i>	,405	,890	,047	,149	,788	,185	,377	,039	,001	,005	,724	,001	.	
	N	60	59	58	58	59	60	60	60	60	60	60	59	60	

** . A correlação é significativa ao nível 0.01 .

* . A correlação é significativa ao nível 0.05 .

Tabela A56: Teste de Kolmogorov-Smirnov

		TRADEOFF	PECKORD	CUSTRANS	MOTPREC	OPINVEST	CUSTAGEN	ACTSUBSRLIQ	LINCREC	DIMEN	VOLCASHFLOW	PROTLEG	HEDG	VARCONT
N		60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Parametros normais ^{a,b}	Média	3,92	2,78	3,62	2,65	3,83	2,53	3,23	3,05	3,35	3,98	2,42	2,20	3,05
	Desvio-Padrão	,962	,739	,846	1,102	1,011	,812	,871	,910	,917	,676	,962	1,102	,790
Diferenças mais extremas	Absolutas	,220	,249	,325	,189	,282	,278	,256	,205	,211	,310	,318	,272	,259
	Positivas	,196	,222	,225	,189	,168	,278	,256	,205	,199	,290	,318	,272	,259
	Negativas	-,220	-,249	-,325	-,158	-,282	-,189	-,244	-,178	-,211	-,310	-,216	-,161	-,225
Kolmogorov-Smirnov Z		1,704	1,927	2,516	1,464	2,185	2,150	1,980	1,590	1,632	2,400	2,460	2,107	2,003
<i>p-value</i>		,006	,001	,000	,027	,000	,000	,001	,013	,010	,000	,000	,000	,001

a. Teste da distribuição é Normal.

b. Calculado a partir dos dados.

Faculdade de Economia da Universidade do Porto - Mestrado em Finanças

Este questionário tem como objectivo estudar a realidade das empresas portuguesas relativamente à gestão de liquidez e obter conclusões quanto aos determinantes que influenciam a acumulação de liquidez.

No sentido de uniformizar o conceito, define-se como liquidez acumulada todos os activos detidos pela empresa, que, de forma relativamente imediata e económica, podem ser trocados por determinada quantidade de unidades monetárias. Entende-se por nível óptimo de liquidez a acumular, aquele que é previamente (ou não) definido pela empresa como sendo o ideal para fazer face a qualquer contingência financeira.

1. Assinale por favor, a opção que melhor descreve a empresa na qual desempenha funçõesSector de actividade

- | | |
|--------------------------|-----------------------------|
| <input type="checkbox"/> | Retalho |
| <input type="checkbox"/> | Construção |
| <input type="checkbox"/> | Manufatura |
| <input type="checkbox"/> | Transportes |
| <input type="checkbox"/> | Energia |
| <input type="checkbox"/> | Comunicação/Média |
| <input type="checkbox"/> | Bancos/Finanças/Seguradoras |
| <input type="checkbox"/> | Tecnologias |
| <input type="checkbox"/> | Outros |

2. Receitas mensais provenientes das Vendas/Prestação de serviços

- | | |
|--------------------------|--------------------------|
| <input type="checkbox"/> | < 500.000 € |
| <input type="checkbox"/> | 500.000 – 1.000.000 € |
| <input type="checkbox"/> | 1.000.000 – 5.000.000 € |
| <input type="checkbox"/> | 5.000.000 – 10.000.000 € |
| <input type="checkbox"/> | >10.000.000 € |

3. Percentagem da produção vendida ao exterior

- 0 %
- 1 – 24 %
- 25 – 49 %
- > 50 %

4. Propriedade

- Pública
- Privada

5. Estrutura Acionista

- 1 acionista
- 2 – 5 acionistas
- 5 – 10 acionistas
- > 10 acionistas

6. Percentagem da participação dos gestores no capital da empresa

- 0 – 5 %
- 6 – 15 %
- 16 – 25 %
- 26 – 50 %
- > 50 %

8. Existe um nível óptimo de liquidez a acumular, previamente definido, pela sua empresa?

- Sim
- Não

9. Se respondeu afirmativamente à questão anterior, indique por favor qual é esse nível óptimo de liquidez (ex. 30% do activo total) _____

10. Assinale, de acordo com o nível de concordância, a filosofia da empresa em termos de acumulação de liquidez (Um corresponderá à discordância total e cinco à concordância total)

- | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 10.1 Como alternativa ao recurso ao financiamento externo, redução de investimento ou cessação de pagamento de dividendos, deverá ponderar-se acumular um determinado montante de liquidez considerado ótimo | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 10.2 Poderá ser encarado como um desincentivo à acumulação de liquidez, a baixa taxa de rentabilidade do prémio de liquidez | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 10.3 Deverá ser definido um montante de liquidez a acumular para financiar a actividade e investimentos da empresa, quando as restantes fontes de financiamento não se encontrarem disponíveis ou forem proibitivamente caras | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 10.4 A dedução fiscal dos encargos financeiros, torna a opção de recurso a financiamento externo mais atrativa do que a acumulação de liquidez para o mesmo propósito | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 10.5 O recurso a financiamento externo, reduz a probabilidade de recorrer a "re-financiamento" em fases de défices de tesouraria | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

11. Tomando como referência a não definição de um nível ótimo de liquidez a acumular, assinale o seu grau de concordância quanto às seguintes afirmações (Um corresponderá à discordância total e cinco à concordância total)

- | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|---|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 11.1 O nível de liquidez acumulado internamente (fundos próprios) é irrelevante | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 11.2 A acumulação de liquidez deverá ser tal que permita investir em projetos cujo potencial de rentabilidade supere o custo do investimento | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 11.3 A hierarquia do financiamento da actividade e investimentos da empresa deverá ser: 1º) recurso a fundos internos; 2º) recurso a fundos externos; 3º) recurso a capital próprio | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 11.4 A acumulação de níveis mais elevados de liquidez reduzem a pressão que recai sobre a performance da gestão | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 11.5 A acumulação de liquidez poderá diminuir os riscos a que a empresa está exposta, mas ao mesmo tempo, aumentam a discricionariedade na política de gestão | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

12. Dos factores seguidamente apresentados, indique aqueles que mais decisivamente afectam a acumulação de liquidez na empresa (Um corresponderá à discordância total e cinco à concordância total)

- | | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 |
|--|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| 12.1 Os custos administrativos e burocráticos no acesso ao financiamento nos mercados de capitais, favorecem a acumulação de liquidez | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 12.2 A acumulação de elevados níveis de liquidez têm como objectivo enfrentar períodos de défices de tesouraria e prevenir uma eventual falência | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |
| 12.3 A cessação de distribuição de dividendos e/ou a redução do investimento é usada como forma de obter liquidez adicional | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> | <input type="radio"/> |

- 12.4 Acumulamos liquidez como forma de garantir a opção de investir quando as restantes formas de financiamento estão inacessíveis
- 12.5 As assimetrias de informação inerentes ao funcionamento do mercado de capitais incentivam a acumulação de liquidez
- 12.6 Acumulamos liquidez internamente como alternativa a outras fontes de financiamento eventualmente geradoras de custos de agência
- 12.7 A rigorosa disciplina imposta pelo mercado pode ser evitada recorrendo a fundos detidos internamente
- 12.8 Acumulamos liquidez na tentativa de diminuir a possibilidade de a empresa ser vista como alvo de takeover
- 12.9 As restrições de liquidez e financeiras representam para a empresa um verdadeiro impedimento à realização de investimento em projetos com elevado potencial de rentabilidade
- 12.10 Encaramos a alienação de activos líquidos que dispomos como um substituto à acumulação de liquidez
- 12.11 Contratámos linhas de crédito como forma de substituir a liquidez acumulada quando desejamos aumentar o nível de investimentos.
- 12.12 Enfrentando a empresa condições financeiras adversas, a existência de covenants nos contratos de financiamento, dificultam a obtenção de liquidez.
- 12.13 A dimensão da empresa contribuirá para incrementar os encargos financeiros de um eventual financiamento e consequentemente ditará uma maior preferência pelos recursos acumulados internamente
- 12.14 Empresas com bons desempenhos financeiros e dimensão relevante, deverão assegurar um nível de liquidez suficiente para financiar novos projetos
- 12.15 Por precaução, face a um incremento na volatilidade dos cash flows, a empresa deverá definir previamente o nível de liquidez a acumular
- 12.16 A existência de níveis de cash flows elevados conferem à empresa mais independência face aos mercados de capitais, bem como maior facilidade para financiar novos projetos de investimento
- 12.17 Acumulamos liquidez devido à maior proteção legal existente sobre os direitos dos acionistas que se consubstanciam em incrementos nos encargos financeiros no recurso a financiamento externo
- 12.18 A necessidade de cobertura de risco (hedging) influencia positivamente a acumulação de liquidez na empresa
- 12.19 Um aumento nos resultados operacionais ditam um acréscimo na acumulação de liquidez no sentido de precaver futuras baixas nos mesmos
- 12.20 Acumulamos liquidez para garantir disponibilidade financeira para investir em capital (ex. aquisições/fusões)
- 12.21 As dívidas a receber e a pagar são factores que influenciam a liquidez acumulada na empresa