

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

Determinantes do nível de Liquidez das empresas exportadoras portuguesas

João Luís Marreilha dos Santos Carvalho Mendão Miranda

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção

de grau de

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Presidente: Professor Adjunto Francisco Leote

Vogal Arguente Principal: Professora Coordenadora Ana Bela Teixeira

Orientador: Professor Nuno Miguel Delicado Teixeira

Setúbal, 2019

Dedicatória

Dedico este trabalho à minha esposa, às minhas filhas e aos meus pais.

Agradecimentos

Agradeço a colaboração do Professor Nuno Miguel Delicado Teixeira, porque me guiou para o rumo certo.

Índice Geral

RESUMO	
ABSTRACT	
INTRODUÇÃO	1
1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO	3
1.1. A Tesouraria da Empresa	3
1.2. Os conceitos de Autofinanciamento, Liquidez e Meios Financeiros Líquidos	12
1.3. As Teorias sobre a constituição de Liquidez nas Empresas	15
2. ESTUDO EMPÍRICO	24
2.1. Internacionalização das Empresas Portuguesas	24
2.2. Objetivos de investigação	29
2.3. Metodologia de investigação	31
2.4. Análise e discussão dos resultados obtidos	38
3. CONCLUSÃO	43
4. BIBLIOGRAFIA	45
5. ANEXOS	50

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Lógica de apresentação do Balanço	4
Tabela 2 - Organização do Balanço de acordo com os níveis de decisão.....	7
Tabela 3 - Exportação de Bens por Local de Destino	26
Tabela 4 - Exportações de Bens por Localização Geográfica	27
Tabela 5 - Exportações de Bens por Local de Destino e Tipo de Bens.....	28
Tabela 6 - Critérios de classificação do risco de falência do modelo de Altman.....	34
Tabela 7 - Estatísticas do modelo de regressão linear.....	39

Índice de Figuras

Figura 1 - Evolução das Exportações	29
---	----

Lista de Siglas e Abreviaturas

AC- Ativos Correntes

AICEP- Associação Internacional das Comunicações de Expressão Portuguesa

AS- Ativos Substitutos

CP- Capitais Próprios

DIM- Dimensão

FM- Fundo de Maneio

INE- Instituto Nacional de Estatística

L- Líquidez

MFL- Meios Financeiros Líquido

MLLR- Meios Libertos Líquidos Retidos

NFM- Necessidades de Fundo de Maneio

NUTS- Nomenclatura de Unidades Territoriais para Fins Estatísticos

OECD- The Observatory of Economic Complexity

PALOP- Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa

PC- Passivo Corrente

PCP- Passivos de Curto Prazo

PMLP- Passivo Médio e Longo Prazo

RCP- Rendibilidade dos Capitais Próprios

REFM- Regra do Equilíbrio Financeiro Mínimo

REND- Rendibilidade

RIEP- Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas

T- Tesouraria

TL- Tesouraria Líquida

UE- União Europeia

UNCTAD- United Nations Conference On Trade and Development

RESUMO

Os temas relacionados com a tesouraria e liquidez das empresas têm sido estudados por diversos autores ao longo dos tempos, devido à sua maior relevância na gestão das organizações, derivada das maiores dificuldades de financiamento consequentes das recentes crises económicas e financeiras que condicionaram bastante o setor bancário e entidades associadas.

Assim, o objetivo desta dissertação, é estudar as variáveis que influenciam positivamente ou negativamente, a gestão de tesouraria e os níveis de liquidez necessários para o normal funcionamento das empresas analisadas.

Começou-se por realizar um enquadramento teórico sobre os temas base do estudo, desenvolvendo-se uma reflexão sobre os principais conceitos associados à tesouraria das empresas e uma interligação entre autofinanciamento, liquidez e meios financeiros líquidos. Concluiu-se o enquadramento teórico com uma caracterização sobre as principais teorias desenvolvidas ao longo do tempo para explicar os determinantes do nível de liquidez das empresas.

No primeiro ponto incluído no estudo empírico foi efetuada uma caracterização da evolução recente das exportações portuguesas, tendo-se observado que nos últimos anos o valor das vendas para o exterior tem aumentado progressivamente, destacando-se o mercado comunitário como o principal destino dos produtos nacionais, representando em 2018, cerca de 74% do total das exportações portuguesas. De seguida, foi realizado o estudo dos determinantes do nível de liquidez das 250 maiores empresas exportadoras portuguesas para o mercado comunitário.

As variáveis analisadas, que apresentaram relações relevantes com o nível de liquidez foram: Peso dos meios libertos líquidos retidos no ativo total líquido; Z score da Análise Discriminante de Altman, representativo do nível de restrições de financiamento das empresas; Dimensão do ativo líquido total;

Peso dos ativos correntes corrigidos dos meios financeiros líquidos no ativo total líquido; Rendibilidade operacional.

PALAVRAS-CHAVE: Liquidez; Tesouraria; Internacionalização; Mercado Comunitário

ABSTRACT

Issues related to corporate treasury and liquidity have been studied by various authors over the years, due to their greater relevance in the management of organizations, related to the greater financing difficulties resulting from the recent economic and financial crises that severely conditioned the banking sector. and associated entities.

Thus, the objective of this dissertation is to study the variables that positively or negatively influence the cash management and the liquidity levels necessary for the normal operation of the analyzed companies.

It began by providing a theoretical framework on the basic themes of the study, developing a reflection on the main concepts associated with corporate treasury and an interconnection between self-financing, liquidity and liquid financial means. The theoretical framework was concluded with a characterization of the main theories developed over time to explain the determinants of companies' liquidity level.

In the first point included in the empirical study, was made a characterization of the recent evolution of Portuguese exports, and it has been observed that in recent years the value of foreign sales has increased steadily, with the Community market being the main destination of domestic products, representing in 2018, about 74% of total Portuguese exports. Next, the liquidity determinants of the 250 largest Portuguese exporting companies to the Community market were studied.

The variables analyzed, which presented relevant relations with the liquidity level were: Weight of net assets retained in total net assets; Z score from Altman's Discriminant Analysis, representative of the level of corporate funding constraints; Dimension of total net assets; Weight of current assets adjusted for net financial assets in total net assets; Operating profitability.

KEYWORDS: Liquidity; Treasury; Internationalization; Community market

INTRODUÇÃO

Os temas relacionados com a tesouraria e liquidez das empresas têm sido estudados por diversos autores ao longo dos tempos, devido à sua maior relevância na gestão das organizações, derivada das maiores dificuldades de financiamento consequentes das recentes crises económicas e financeiras que condicionaram bastante o setor bancário e entidades associadas.

Assim, o objetivo desta dissertação, é estudar as variáveis que influenciam positivamente ou negativamente, a gestão de tesouraria e os níveis de liquidez necessários para o normal funcionamento das empresas analisadas.

No enquadramento teórico irão ser tratados alguns temas essenciais para a realização do estudo, nomeadamente os principais conceitos associados à tesouraria das empresas e a relação entre o autofinanciamento, a liquidez e meios financeiros líquidos. Para além disso, o enquadramento teórico irá incluir uma caracterização das principais teorias desenvolvidas ao longo do tempo para explicar os determinantes do nível de liquidez das empresas.

O estudo empírico irá incluir uma caracterização da evolução recente das exportações portuguesas, tendo por base as estatísticas nacionais mais recentes.

Para a realização do trabalho de investigação, foi realizado o estudo dos determinantes do nível de liquidez das 250 maiores empresas exportadoras portuguesas para o mercado comunitário que representa cerca de 74% do total do volume de negócios internacional.

Assim, a estrutura do trabalho irá contemplar, um enquadramento teórico com os principais conceitos associados ao tema da liquidez das empresas e com uma reflexão sobre as principais teorias sobre os determinantes do nível de liquidez. Para além disso, a segunda parte do trabalho relativa ao estudo empírico irá incluir a caracterização do setor exportador português, a definição em maior pormenor dos objetivos e metodologia de investigação e a análise e

discussão dos resultados. Finalmente, irão ser apresentadas as conclusões gerais do trabalho.

1. ENQUADRAMENTO TEÓRICO

1.1. A Tesouraria da Empresa

A temática da importância da gestão de tesouraria, tem vindo a ser estudada e aprofundada ao longo dos últimos anos, por diversos motivos, sendo que a última crise económico-financeira veio realçar a sua importância, na gestão e nas estratégias escolhidas para o dia a dia das empresas.

Naturalmente, ao falarmos da situação de tesouraria de uma empresa, somos induzidos a analisar a sua capacidade para cumprir os seus compromissos com terceiros nas datas de vencimento dos diversos passivos. Assim, nesta perspetiva, o conceito de tesouraria está claramente relacionado com a preocupação dos credores em verificarem a solvabilidade da empresa. É nesta sequência de ideias, que surge a Regra do Equilíbrio Financeiro Mínimo (REFM) (Teixeira, 2008).

A Regra do Equilíbrio Financeiro Mínimo, parte do pressuposto que qualquer ativo deverá ser financiado com capitais de grau de exigibilidade igual ou superior ao seu grau de liquidez. Por outras palavras, os fluxos monetários libertados por cada ativo, deverão ser capazes de cobrir periodicamente as obrigações assumidas aquando da sua aquisição (Menezes, 2010).

Para auxiliar a análise do cumprimento da Regra do Equilíbrio Financeiro Mínimo, a própria organização do Balanço segundo o Sistema de Normalização Contabilística, centra-se no grau de liquidez dos ativos e no grau de exigibilidade das fontes de financiamento. Ao observarmos as grandes massas patrimoniais que constituem essa demonstração financeira, podemos verificar que (Teixeira, 2008):

- O ativo apresenta as suas rubricas por ordem crescente de liquidez, ou seja, primeiro surgem as massas patrimoniais que demoram mais tempo a se transformar em fundos monetários, como é o caso dos ativos não correntes, sendo depois apresentadas sequencialmente as restantes rubricas, até surgirem os meios financeiros líquidos que contêm as contas

que rapidamente poderão ser utilizadas para se aceder a fundos monetários;

- As fontes de financiamento apresentam as suas rubricas por ordem crescente de exigibilidade, isto é, primeiro surgem as massas patrimoniais que não são exigíveis, como é o caso do capital próprio (CP), e as que apenas terão que ser reembolsadas em prazos mais distantes (passivos não correntes). Só depois, surge o passivo de curto prazo (passivo corrente) (PC), que contém as rubricas com vencimento mais rápido das datas de pagamento.

TABELA 1 - LÓGICA DE APRESENTAÇÃO DO BALANÇO

Aplicações Financeiras		Origens de Fundos	
ACTIVOS NÃO CORRENTES	Ativos com menor Liquidez	CAPITAIS PRÓPRIOS E PASSIVOS NÃO CORRENTES	Origens de reduzida exigibilidade
ACTIVOS CORRENTES	Ativos com maior Liquidez	PASSIVOS CORRENTES	Origens de elevada exigibilidade

Fonte: adaptado de Teixeira (2008)

Deste modo, torna-se simples de analisar o cumprimento ou não da Regra de Equilíbrio Financeiro Mínimo, através da comparação direta das diferentes massas patrimoniais.

Ao observar-se o quadro anterior, somos induzidos a fazer a seguinte análise (Teixeira, 2008):

- A empresa encontra-se equilibrada financeiramente desde que, os Capitais próprios e os Passivos de Médio e Longo Prazo (PMLP), sejam em valor suficiente para cobrir os Ativos que geram liquidez no Médio e longo Prazo;
- Ou que, os Ativos Correntes (AC) apresentem liquidez suficiente, para cobrir os Passivos de exigibilidade mais rápida.

Assim, constitui-se um excedente de tesouraria que em termos contábilísticos estaria representado em Meios Financeiros Líquidos (MFL) e poderia ser utilizado para financiar a atividade normal da empresa. Este excedente, está intimamente relacionado com um conceito muito importante em Análise Financeira: o Fundo de Maneio que (FM), pode ser representado pela seguinte formula (Menezes, 2010)

$$FM = \text{Capitais Permanentes} - \text{Ativos de Médio e Longo prazo}$$

Os Capitais Permanentes, representam os Capitais Próprios e os Empréstimos de Médio e Longo Prazo, ou seja, as fontes de financiamento com grau de exigibilidade nulo ou mais reduzido (o vencimento da dívida é superior a um ano). Por outro lado, os Ativos de Médio e Longo Prazo, incluem todos os bens e direitos cuja liquidez é também superior a um ano. Assim, se o Fundo de Maneio tiver um resultado positivo, significa que os Capitais Permanentes financiam na totalidade os Ativos de Médio e Longo Prazo e, ainda, uma parte dos Ativos Correntes. Como tal, está-se numa situação em que momentaneamente a tesouraria da empresa se apresenta excedentária porque, o grau de exigibilidade das fontes de financiamento é superior ao de liquidez dos ativos. Na situação contrária, de Fundo de Maneio negativo, implica que os Capitais Permanentes não são suficientes para cobrir os Ativos de Médio e Longo Prazo tendo estes, que ser financiados com Passivos de Curto Prazo (PCP). Neste caso, a situação de tesouraria pode ser precária porque, as obrigações financeiras terão que ser cumpridas antes de os ativos libertarem os fundos necessários para as cobrir (Teixeira et al., 2008).

No entanto, esta análise apresenta algumas limitações, uma vez que não contempla as necessidades financeiras da atividade normal, não se conseguindo apurar uma imagem real da Tesouraria (T) da empresa. Em resposta a esta problemática, surgiu o conceito dinâmico de Tesouraria, que de seguida apresentamos (Neves, 2011).

O Fundo de Maneio é um conceito estático, proveniente do balanço em determinado momento. Como tal, a pergunta que se deve fazer é se o seu valor está ajustado ou não às necessidades financeiras que decorrem das decisões operacionais.

Neste sentido, foram introduzidos dois novos conceitos na análise dinâmica da Tesouraria que pretendem colmatar esta limitação da análise tradicional (Neves, 2011):

- As Necessidades de Fundo de Maneio(NFM);
- A Tesouraria Líquida(TL).

Enquanto, na análise tradicional da Tesouraria, a preocupação fundamental se centra na capacidade da empresa para cumprir os seus compromissos com credores, na análise dinâmica pretende-se averiguar se os recursos financeiros são suficientes para financiar as necessidades financeiras permanentes da atividade. Para tal, é essencial identificarmos os diferentes níveis de decisão existentes numa empresa e a forma como afetam a situação da tesouraria (Teixeira, 2008).

Tendo em consideração o nível de decisão a tomar, podemos dividir a atividade regular de uma empresa em três áreas de atuação (Neves, 2011):

- Decisões Estratégicas: visam identificar os investimentos a realizar de forma, a reforçar as competências centrais que irão proporcionar no médio e longo prazo o sucesso empresarial, bem como as fontes de financiamento adequadas, considerando quer a forma como se repercutem no risco financeiro quer na rentabilidade dos investidores;
- Decisões Operacionais: estão relacionadas com as ações a implementar de modo a que o ciclo de exploração garanta o nível de serviço pretendido e que as necessidades financeiras daí decorrentes, tenham fontes de financiamento com graus de exigibilidade idênticos à liquidez gerada;
- Decisões Financeiras de Curto Prazo: pretendem garantir as melhores opções de aplicação dos fundos disponíveis e as fontes de financiamento apropriadas, para cobrir os picos de atividade, que normalmente estão associados a momentos de maior pressão sobre a tesouraria.

Como facilmente se constata, os três níveis de decisões têm impacto na saúde financeira da empresa, estando a própria organização do balanço estruturada de acordo com estes princípios.

TABELA 2 - ORGANIZAÇÃO DO BALANÇO DE ACORDO COM OS NÍVEIS DE DECISÃO

Aplicações de Fundos	Origens de Fundos	Nível de Decisão
Ativo Fixo	Capitais Permanentes	DECISÕES ESTRATÉGICAS
Necessidades Cíclicas	Recursos Cíclicos	DECISÕES OPERACIONAIS
Tesouraria Ativa	Tesouraria Passiva	DECISÕES FINANCEIRAS

Fonte: adaptado de Neves (2011)

Assim, torna-se evidente que a organização do Balanço, pretende mostrar claramente o impacto dos diferentes níveis de decisão na estrutura financeira da empresa.

Em primeiro lugar, surgem as rubricas relacionadas com as decisões estratégicas, que se refletem de forma duradoura no funcionamento da organização e na sua capacidade financeira. É neste nível de decisão, que são escolhidos os investimentos necessários, considerando a capacidade de produção que se pretende atingir e o grau de adequação aos fatores críticos de sucesso do negócio que se quer garantir. Para além disso, são igualmente tomadas decisões muito importantes ao nível do Plano Financeiro a médio e longo prazo uma vez que, se torna imprescindível realizar uma seleção criteriosa das fontes de financiamento indicadas para cobrir estes ativos com um grau de liquidez mais reduzido. Deste modo, podemos dizer que as decisões estratégicas estão diretamente relacionadas com os Ciclos de Investimento e de Financiamento, que se vão refletir diretamente na Estrutura de Capitais Permanentes da empresa (Teixeira, 2008).

De seguida, surgem as rubricas interligadas com o Ciclo de Exploração regular da empresa. Estão aqui incluídas, as diversas decisões relacionadas com a atividade normal, como sejam (Teixeira, 2008):

- Política Comercial a estabelecer com os clientes que se repercute nos preços a praticar, prazos de recebimento a conceder, descontos de quantidade e de pronto pagamento a negociar;
- Política de Aprovisionamento a implementar tendo em consideração o nível de serviço que se pretende garantir e em simultâneo, o custo financeiro associado à imobilização dos stocks;
- Políticas de crédito a outros devedores do ciclo de exploração da empresa. Temos como exemplos os adiantamentos a fornecedores e a pessoal, por conta de despesas correntes da atividade;
- Políticas de Financiamento junto de fornecedores e de outros credores da atividade, sejam através da negociação de prazos de pagamento ajustados à liquidez dos ativos a financiar, ou através do aproveitamento de descontos de quantidade ou de pronto pagamento;
- Políticas de utilização de títulos de crédito como instrumentos de financiamento do Ciclo de Exploração quer pelo desconto ou aceite de letras, junto de clientes e de credores respetivamente.

Todas estas decisões, influenciam bastante as necessidades financeiras do Ciclo de Exploração e a própria situação de Tesouraria da empresa.

Finalmente, surgem as rubricas relacionadas com as decisões de financiamento de curto prazo, que visam fundamentalmente, definir (Teixeira, 2008):

- Políticas de aplicação dos fundos disponíveis, considerando a rentabilidade a gerar bem como, o grau de liquidez necessário para cobrir os compromissos financeiros;
- Políticas de financiamento das necessidades financeiras pontuais, selecionando os instrumentos a utilizar, tendo em linha de conta, tanto o custo financeiro associado, como o grau de exigibilidade das mesmas.

Sendo assim, as decisões de financiamento de curto prazo, estão intimamente ligadas ao Ciclo de Financiamento da situação de Tesouraria da empresa.

Finalmente, é importante ainda referir, que os Ciclos de Atividade que se acabaram de enunciar, também estão interligados aos três indicadores mais importantes na análise da Tesouraria da empresa (Teixeira, 2006):

- Os Ciclos de Investimento e de Financiamento a médio e longo prazo, dão origem ao cálculo do indicador Fundo de Maneio (já anteriormente apresentado), verificando-se o montante de excedentes financeiros capazes de financiar as necessidades financeiras da atividade normal;
- O Ciclo de Exploração, está ligado ao indicador denominado de Necessidades de Fundo de Maneio uma vez que, permite identificar as necessidades financeiras da atividade normal bem como, os recursos financeiros que lhe estão diretamente associados e que deverão contribuir para o equilíbrio, entre o grau de liquidez dos ativos e de exigibilidade dos compromissos, relativos ao *Core Business* da empresa;
- O Ciclo de Financiamento da Tesouraria, tem implícito o indicador da Tesouraria Líquida, visto que, se preocupa em averiguar se os fundos disponíveis são em número suficiente para cobrir os compromissos financeiros assumidos fora da atividade normal.

O conceito de Necessidades de Fundo de Maneio, está intimamente ligado ao ciclo de exploração da empresa. De facto, este indicador, evidencia as necessidades financeiras da atividade normal. Para tal, compara as necessidades cíclicas com os recursos cíclicos, gerados pela exploração (Teixeira, 2008).

A ideia é simples: o negócio da empresa gera rendimentos e gastos que em termos financeiros, têm repercussões diretas na situação de tesouraria através, dos prazos de recebimento e de pagamento negociados, bem como, do volume de compras realizado para constituir os stocks necessários ao nível de serviço pretendido.

Assim, as Necessidades de Fundo de Maneio, confrontam as necessidades financeiras com os recursos financeiros criados normalmente através do ciclo de exploração, tornando possível a observação da situação de tesouraria provocada pela atividade regular da empresa. Assim, neste indicador

podem ser incluídas as seguintes rubricas, normalmente designadas por necessidades cíclicas e recursos cíclicos (Neves, 2011):

Necessidades Cíclicas:

- Inventários;
- Dívidas de Clientes e Outros Devedores de exploração;
- Saldos devedores de EOEP de exploração;
- Adiantamentos a Fornecedores;
- Acréscimos e Diferimentos Ativos de exploração

Recursos Cíclicos:

- Dívidas a Fornecedores e Outros Credores de exploração;
- Saldos credores de EOEP de exploração;
- Adiantamentos de clientes;
- Acréscimos e Diferimentos Passivos de exploração.

Deste modo, pretende-se incluir no cálculo deste indicador, todas as rubricas financeiras que são consequência do negócio da empresa. Assim, nas necessidades cíclicas, estão representados todos os bens e direitos gerados pela atividade regular e que exigem fontes de financiamento para cobrir a falta de liquidez imediata. Por exemplo, os saldos de clientes, representam necessidades financeiras, porque provavelmente a empresa compra e paga a fornecedores antes da venda se transformar em recebimentos e consequentemente, em fundos monetários capazes de cobrir as obrigações perante terceiros (Teixeira, 2008).

NFM = Necessidades Cíclicas – Recursos Cíclicas

Já o conceito de tesouraria líquida, surgiu com o objetivo de permitir aos gestores terem uma clara visão da situação financeira de curto prazo da empresa e pretende conjugar os conceitos apresentados anteriormente de fundo de maneio e de necessidades de fundo de maneio. Assim, a tesouraria líquida pode ser calculada da seguinte forma:

Tesouraria Líquida = Fundo de Maneio – Necessidades de Fundo de Maneio

Então, através deste indicador, verifica-se se os recursos financeiros gerados, tanto na atividade financeira de médio e longo prazo como no ciclo de exploração, são suficientes para cobrir o total de necessidades financeiras da empresa (ativos não correntes e correntes). Se o indicador for positivo, significa que o total de recursos gerados é superior às necessidades financeiras criadas no âmbito da atividade e que existem excessos de tesouraria que deverão ser rentabilizados; se o indicador tiver um resultado negativo, implica que a empresa teve que recorrer a fontes de financiamento alternativas para cobrir parte das necessidades financeiras criadas (Teixeira, 2008).

Em resumo, verificamos que as decisões tomadas em cada um dos ciclos de atividade, condicionam claramente a saúde financeira e a situação de tesouraria das empresas (Neves, 2011):

- Nos ciclos de investimento e de financiamento de médio e longo prazo, deverão ser estudados pormenorizadamente os *cash-flows* futuros e os prazos de retorno dos projetos a realizar de modo, a elaborar-se um plano financeiro adequado, que conjugue os prazos de liquidez com os prazos de exigibilidade das fontes de financiamento a utilizar;
- Em simultâneo, as decisões no ciclo de exploração também são muito importantes porque, a negociação de prazos de recebimento, de pagamento e o estabelecimento da política de stocks de matérias-primas, mercadorias e de produtos acabados, irão condicionar os fluxos financeiros libertos pela atividade normal da empresa;
- Assim, o gestor financeiro consegue identificar se possui os recursos financeiros adequados às necessidades financeiras geradas pela atividade da empresa, podendo tomar decisões quanto aos excessos de tesouraria ou às fontes de financiamento a utilizar nos períodos de maior pressão sobre a tesouraria.

1.2. Os conceitos de Autofinanciamento, Liquidez e Meios Financeiros Líquidos

No ponto anterior do trabalho, ficou evidente que a tesouraria da empresa está dependente de vários fatores associados à atividade das empresas, destacando-se ao nível das decisões estratégicas, a capacidade do negócio para gerar resultados que contribuam para fortalecer os capitais permanentes da estrutura financeira e para criar excedentes essenciais, para cobrir as necessidades financeiras decorrentes das decisões operacionais e das políticas comerciais adotadas, designadamente, prazos de recebimento, prazos de pagamento e de rotação de inventários. Deste modo, os conceitos de Autofinanciamento, Liquidez (L) e Meios Financeiros Líquidos, estão claramente associados à situação da tesouraria da empresa, sendo fundamentais para a sua explicação (Neves, 2012).

De acordo com Menezes (2010), pode-se caracterizar da seguinte forma os conceitos acima mencionados:

- Autofinanciamento: é representado pelos meios libertos líquidos (na prática são representados pelo indicador Meios Libertos Líquidos Retidos (MLLR) que é calculado da seguinte forma: $MLLR = \text{resultado líquido} + \text{amortizações e depreciações do exercício} + \text{imparidades do exercício} + \text{provisões do exercício} \pm \text{ajustamentos do método de equivalência patrimonial} \pm \text{ajustamentos do justo valor}$) gerados pela atividade que anualmente são retidos na empresa e que não são exigíveis no curto prazo. Assim, esta rúbrica contém um conjunto de valores que representam liquidez e que poderão favorecer a tesouraria da empresa;
- Liquidez: representa a aptidão de um ativo para se converter a curto prazo em meios monetários (meios financeiros líquidos);
- Meios financeiros líquidos: representa a capacidade de um ativo se transformar imediatamente em meios monetários. Os elementos ativos disponíveis estão representados contabilisticamente na classe 1 – Meios Financeiros Líquidos e são constituídos pelas seguintes contas: caixa, depósitos à ordem e a prazo (desde que o capital possa ser movimentado em qualquer momento), títulos negociáveis e aplicações de tesouraria que

se possam transformar em meios monetários sempre que a empresa necessite.

Assim, pode-se verificar que existe uma clara interligação entre os três conceitos apresentados. O autofinanciamento da atividade, gera excedentes que se repercutem na situação financeira da empresa através de uma maior liquidez, ou seja, maior capacidade para fazer face a compromissos com terceiros no curto prazo. Porém, em virtude da política comercial e de investimento da empresa, a liquidez poderá traduzir-se em créditos a clientes, maiores níveis de stocks, etc, não se gerando os correspondentes fluxos monetários. Por outro lado, os recebimentos poderão ser direcionados para pagamentos a fornecedores, não se refletindo obrigatoriamente em capital disponível (Teixeira, 2006).

Deste modo, quanto maior for o autofinanciamento gerado, maior será o grau de liquidez. No entanto, o nível de capital disponível está também dependente da política comercial adotada no ciclo de exploração, das políticas de investimento e de financiamento, bem como, inclusivamente, da política de distribuição de resultados seguida pela empresa. Todas estas decisões, têm impacto direto nos fluxos monetários da atividade e no nível de liquidez e de meios financeiros líquidos existentes (Menezes, 2010).

Estando o conceito de liquidez associado, à capacidade que um ativo possui para se transformar em dinheiro num curto espaço de tempo, e poder fazer face a compromissos com terceiros nas datas programadas, Menezes (2010) considera a liquidez uma variável fundamental para auxiliar na explicação da situação de tesouraria da empresa. Nesse sentido, muitas instituições financeiras e de crédito, têm como referência, entre outros, o rácio de liquidez para analisar o risco financeiro associado às empresas (Silva e Ferreira, 2014).

Há 3 tipos de rácios para estudar a liquidez (Silva e Ferreira, 2014): geral, reduzida e imediata.

Liquidez Geral = Ativos Correntes / Passivos Correntes

O rácio de Liquidez Geral, mede o grau de cobertura dos ativos de curto prazo sobre o passivo de curto prazo. Tal como já foi referido, os indicadores

de liquidez são muito utilizados pelas instituições financeiras na análise de risco das empresas, pois quanto maior for o valor dos ativos maior será a segurança dos credores. Ou seja, significa que em caso de incumprimento do serviço de dívida por parte das empresas, maior é a probabilidade de os ativos se transformarem mais facilmente em fundos monetários capazes de cobrir as obrigações com terceiros.

Liquidez Reduzida = (Ativos Correntes – Inventários) / Passivos Correntes

O rácio de Liquidez Reduzida, mede o grau de cobertura dos ativos de curto prazo sobre o passivo de curto prazo, partindo do princípio que os inventários não são vendidos. Neste caso, verifica-se a hipótese de se cumprirem as obrigações com terceiros partindo do pressuposto, que não se conseguem transformar as existências em meios monetários.

Liquidez Imediata = Meios Financeiros Líquidos / Passivos Correntes

O rácio de Liquidez Imediata mede o grau de cobertura dos ativos de curto prazo sobre o passivo de curto prazo, partindo do princípio que somente o capital disponível irá representar meios monetários capazes de cobrir as obrigações com terceiros de curto prazo.

Deste modo, através dos rácios de liquidez, pretende-se aferir a capacidade da empresa poder fazer face às obrigações com terceiros no curto prazo. Obviamente, estando a formação dos ativos correntes bastante dependente da capacidade da empresa para gerar autofinanciamento na sua atividade, vários têm sido os trabalhos que têm estudado a relação entre estas variáveis. Em simultâneo, também foram desenvolvidas ao longo do tempo diferentes teorias sobre a formação da liquidez nas empresas.

Assim, no ponto seguinte irão ser abordadas as diferentes teorias desenvolvidas para explicar a liquidez nas empresas.

1.3. As Teorias sobre a constituição de Liquidez nas Empresas

Tendo como referência o exposto no ponto anterior, a Tesouraria e, em especial, a situação de Liquidez dos ativos, são fatores muito importantes na gestão do desenvolvimento normal da atividade das empresas. Nesse sentido, vários autores elaboraram várias teorias, que tentam explicar as principais condicionantes da gestão do nível de liquidez no contexto empresarial. Considerando os diferentes estudos consultados, destacam-se as seguintes teorias:

- Motivos de Transação;
- Motivos de Precaução;
- Motivos Fiscais;
- Trade-Off;
- Custos de Agência;
- Pecking-Order.

Relativamente às teorias baseadas em **motivos de transação**, Keynes (1936) afirmava que as organizações retêm liquidez, para que possam financiar os seus projetos, sem que tenham que recorrer a financiamento externo ou à venda de títulos nos mercados financeiros, para financiar essas operações, que são operações com custos de transação. Assim, a liquidez seria utilizada como uma forma de evitar a ocorrência destes custos.

Na mesma linha, Olper (1999) refere que as empresas quando não retêm liquidez suficiente para financiar as suas atividades, recorrem aos mercados financeiros, endividando-se, vendendo ativos, reduzindo ou mesmo suspendendo o pagamento dos resultados aos proprietários, até que a liquidez da organização melhore. Inclusivamente, por vezes, também optam por renegociar os contratos de dívidas já emitidos.

Em simultâneo, Miller – Orr (1966) evidenciou que a incerteza relativamente ao nível de *cash-flows* a gerar, levava as empresas a constituírem reservas de liquidez, como forma de evitarem recorrer a

operações financeiras, que incrementassem os custos de transação. Assim, quanto maior for a volatilidade dos *cash-flows*, mais as empresas tenderão a incrementar os níveis de liquidez dos seus ativos. Já Mikelson e Partch (2003), verificaram que as empresas com *cash-flows* acima do normal, também tendiam a ter níveis maiores de liquidez como forma de evitarem os custos de transação associados às operações financeiras. A este propósito, Ferreira – Vilela (2004) concluiu que as oportunidades de investimento e o nível dos *cash-flows* gerados influenciavam positivamente o nível de liquidez.

Mulligan (1997) chamou a atenção para o facto de que as empresas com maior dimensão, apresentam economias de escala nos custos de transação (por exemplo, tendencialmente a taxa de juro das operações financeiras é inferior) e por isso, ao obterem mais fontes de financiamento externas não retêm tanta liquidez.

Na teoria que assenta nos **motivos de precaução**, defende-se que as empresas também poderão favorecer a liquidez, quando a atividade poderá ter expectáveis diminuições dos *cash-flows* ou a empresa tiver dificuldades em aceder a financiamentos externos (Keynes, 1936; Myers e Majluf, 1984; Kim et al, 1998; Opler et al, 1999; Pinkowitz e Williamson, 2006; Han e Qiu, 2007). Assim, as empresas que tenham maior facilidade na obtenção de financiamentos externos poderão apresentar *cash-flow* inferiores, levando à necessidade de constituir maiores reservas de liquidez.

A este propósito, Baum et al. (2004), observaram que existia uma relação negativa entre a incerteza económica e os rácios liquidez das empresas.

Kim et al (1998), evidenciaram que as empresas com maior nível de liquidez eram as que também detinham maiores custos de financiamento e apresentavam maior volatilidade nos *cash-flows*.

Por outro lado, a existência de oportunidades de investimento em conjunto com a maior dificuldade em aceder a financiamentos externos, também contribui para uma maior preocupação com o nível de liquidez. Isto porque, para garantirem a realização das políticas de investimento, as empresas com restrições financeiras tendem a constituir maiores níveis de

liquidez (Opler et al, 1999; Almeida et al, 2004; Faulkender e Wang, 2006; Pinkowitz e Williamson, 2006; Han e Qiu, 2007; Dennis e Sibilkov, 2009; Boileau e Moyen, 2010; Chung et al, 2011).

Já Pinkowitz e Williamson (2001) e Guney et al (2003), evidenciaram que as empresas com maiores níveis de liquidez, também eram as que possuíam maiores níveis de endividamento, justificando a liquidez como uma forma dos bancos assegurarem um maior controle sobre a gestão dos negócios.

Pode-se, então, concluir que as empresas retêm liquidez, consoante o seu grau de restrição ao financiamento. Empresas com fortes restrições de acesso a financiamento externo, têm tendência a reter mais liquidez, para que possam concretizar projetos de valor acrescentado para a atividade. Por outro lado, empresas com facilidade ao recurso a financiamento externo, não necessitam de reter tanta liquidez, porque mais facilmente encontram alternativas para financiar o seu negócio.

De acordo com vários autores, os **motivos fiscais** também poderão ser uma justificação para existirem maiores níveis de liquidez.

Por exemplo, Foley et al (2007) referem que para evitar a dupla tributação dos rendimentos gerados no estrangeiro, as empresas multinacionais mantêm os resultados nas suas filiais, incrementando o seu nível de liquidez. Deste modo, evitam pagarem impostos em países diferentes. Assim, pagam somente os impostos associados ao capital no país onde é gerado. Os autores concluíram, que as empresas que pagam impostos a uma taxa mais elevada aquando da repatriação dos capitais gerados no exterior, apresentam níveis de liquidez superiores em relação às que são sujeitas a taxas mais reduzidas. Concluíram, também, que este acontecimento era mais frequente nas empresas americanas, pois o sistema tributário na Europa era mais favorável.

Na teoria desenvolvida por Modigliani e Miller (1958), que irá dar origem à Teoria do **Trade-off**, a estrutura de capital (financiamento através de capital próprio ou de capital alheio) foi considerada como algo irrelevante para a criação de valor das empresas. Isto porque, os autores tinham como referência

uma série de pressupostos, que normalmente não se aplicariam na vida real, nomeadamente (Teixeira e Parreira, 2014):

- A existência de um mercado perfeito (os agentes beneficiam de informação total - inexistência de informação assimétrica - e existe apenas uma única taxa de juro para diferentes investidores com o mesmo nível de risco) e capacidade ilimitada de financiamento para empresas e indivíduos;
- A inexistência de impostos;
- A inexistência de custos de transação (custos de recorrer ao sistema económico, como por exemplo os custos de elaboração, negociação e manutenção de um acordo) e de falência (custos associados à possibilidade de falência de uma empresa);
- Os fluxos de caixa operacionais não são afetados por mudanças na estrutura de capital;
- A ausência de custos de agência (custos derivados de conflitos de interesses entre proprietários e gestores ou proprietários e credores).

Deste modo, considerando os pressupostos desta teoria, o nível de liquidez não seria influenciado pelo nível de *cash-flows* gerados, em virtude de que, caso o negócio não fosse capaz de gerar excedentes financeiros, a empresa teria sempre a oportunidade de suprimir a falta de capitais com financiamentos externos que reporiam os stocks de liquidez pretendidos sem aumentar o custo do capital.

Este trabalho inicial de Modigliani e Miller, datado de 1958, tornou-se uma referência e deu origem a novas teorias que refutaram os pressupostos utilizados, nomeadamente, que existiam mercados perfeitos e que os impostos não tinham efeito no custo de capital (Silva e Lopes, 2015).

Em resposta às críticas de outros investigadores, em 1963, Modigliani e Miller publicaram o trabalho, “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction” em que salientaram a importância dos custos financeiros serem considerados custos pelo estado, uma vez que geravam poupanças fiscais aos investidores. Assim, o valor da empresa aumentava para os investidores com o nível de endividamento. Já no financiamento através de capitais próprios, a

rendibilidade cobrada pelos proprietários através da distribuição de resultados não era aceite fiscalmente, levando a um incremento dos impostos a pagar. Os autores defendiam, assim, que uma estrutura ótima de capital, deveria ter 100% de capitais alheios (Teixeira e Parreira, 2014).

No entanto, tal conclusão não poderia ser considerada como uma verdade absoluta. Isto porque, à medida que o nível de endividamento aumenta, o risco de a empresa não cumprir os seus compromissos também é incrementado, dando origem aos denominados “custos de falência” e à Teoria do **Trade-Off** (Teixeira e Parreira, 2014).

Esta teoria consiste basicamente no confronto entre os benefícios fiscais da dívida e os custos de falência ou custos de insolvência financeira. Os benefícios fiscais, de acordo com o que foi acima referido, consistem na redução de impostos originada pela dedutibilidade fiscal dos juros, enquanto os custos de falência, resultam do não cumprimento das empresas perante os seus compromissos com terceiros, existindo assim, um confronto direto entre os benefícios fiscais de se recorrer a capital alheio e os custos resultantes deste (Kraus e Litzenberger, 1973).

Então, a teoria do *trade-off*, pretende destacar a importância das empresas saberem conciliar os benefícios fiscais e os custos associados ao endividamento, de forma a se encontrar o ponto de equilíbrio entre ambos, que maximize o valor da empresa.

Assim, a teoria defende que numa fase inicial, por via dos benefícios fiscais, o custo do capital do financiamento da atividade, vai diminuindo à medida que o recurso à dívida aumenta, até se atingir o ponto ótimo de endividamento. A partir desse ponto, o custo do capital aumenta, em virtude de o risco de incumprimento das obrigações com terceiros também aumentar devido ao excesso de endividamento. Como tal, o custo do capital alheio incrementa devido ao efeito dos custos de falência. Como consequência, os proprietários vão exigir também uma rendibilidade superior, o que, irá aumentar o custo total do capital do financiamento da atividade.

Relativamente ao nível de liquidez, várias proposições foram criadas decorrentes da teoria do *trade-off*. De seguida, são apresentadas algumas das que se destacam mais nos diferentes estudos analisados:

- Empresas com maior dimensão apresentam normalmente um nível de liquidez inferior, uma vez que devido às economias de escala das suas atividades detêm um maior poder de negociação junto da banca, acedendo com maior facilidade a financiamentos externos que podem cobrir eventuais défices de tesouraria (Miller e Orr, 1996; Peterson e Rajan, 2000; Dittmar et al, 2003). Rajan e Zingales (1995) chamaram a atenção para o facto de que as empresas de maior dimensão também são as que apresentam um maior grau de diversificação do negócio, o que proporciona um menor nível de risco e uma maior capacidade de negociação junto da banca;
- As empresas com maiores taxas efetivas de imposto, normalmente apresentam um menor nível de liquidez, porque optam por realizar mais custos ou investimentos na atividade a fim de não pagarem impostos tão elevados (Opler et al, 1999);
- As empresas com ativos de maior valor que possam servir de garantias colaterais aos bancos, têm a tendência para deterem maior nível de financiamentos e, por sua vez, não necessitam de tanta liquidez (Ferreira e Vilela, 2004);
- As empresas com maior nível de endividamento, são as que normalmente têm maior poder de negociação de fontes de financiamento externas e por isso, não têm necessidade de ter reservas de liquidez tão elevadas. No entanto, existem trabalhos de investigação que defendem que um nível de endividamento maior está associado a *cash-flows* mais elevados que permitem com que a empresa ofereça maiores garantias aos credores (Ferreira e Vilela, 2004);
- As empresas com uma maturidade da dívida mais reduzida, por terem de negociar constantemente a renovação da dívida de curto prazo, apresentam níveis de liquidez superiores (Ferreira e Vilela, 2004). Por outro lado, Barclay e Smith (1995), evidenciaram que as empresas com melhor *rating* (menor nível de risco), apresentavam menores níveis de liquidez e dívidas

financeiras com menor maturidade, o que poderia estar relacionado com uma maior capacidade de negociação junto da banca, recorrendo por isso, a financiamento de curto prazo com custos financeiros inferiores ao endividamento de médio e longo prazo.

A teoria dos **custos de agência**, foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976), e referiram que existem dois tipos de conflitos, em que os interesses das partes nem sempre são complementares: entre proprietários e gestores (derivados do capital próprio) e proprietários e credores (derivados da dívida).

No que diz respeito, aos custos derivados do capital próprio, os conflitos podem condicionar o lucro pois os gestores poderão agir de forma a privilegiar os seus interesses pessoais, resultando daí custos.

Jensen (1986) defende que os conflitos de interesses entre proprietários e gestores, têm maior probabilidade de ocorrer, quando a empresa gera um excedente de tesouraria. Perante esta situação, os gestores poderão sentir-se tentados a seguir os seus próprios interesses, transferindo estes recursos para si mesmos. Como tal, de modo a diminuir este tipo de conflitos, os proprietários tendem a privilegiar a dívida para o financiamento do negócio, uma vez que a obtenção de endividamento diminui o conflito entre si e gestores, levando estes a assumirem mais riscos e a tomarem melhores decisões (Jensen e Meckling, 1976; Jensen, 1986; Stulz, 1990).

No entanto, isso pode igualmente gerar conflitos entre proprietários e credores. Isto porque, os proprietários poderão contribuir para a empresa realizar investimentos de alto risco, que não tenham a garantia de retorno, visto que o capital exposto ao risco muitas vezes é sobretudo dos credores, por via dos financiamentos obtidos, e não o seu. Caso o investimento seja rentável, parte substancial dos resultados é canalizada para os proprietários, ficando os credores apenas com direito à taxa de juro fixa negociada. Por outro lado, caso o investimento não gere os excedentes esperados, quem acarreta a maior parte dos gastos são os credores (podendo inclusivamente não recuperar o capital investido se a empresa não conseguir cobrir as suas dívidas), uma vez que são normalmente estes que financiam a maior parte dos investimentos realizados (Teixeira e Parreira, 2014).

No que diz respeito, aos motivos associados à teoria de agência que poderão condicionar o nível de liquidez, Jensen (1986) referiu que muitas vezes os gestores preferiam aumentar os níveis de liquidez de modo a investirem em projetos de desenvolvimento das empresas e diminuírem o risco financeiro associado à dívida, em prol de distribuírem resultados pelos proprietários. Assim, tentam beneficiar os seus próprios interesses em alternativa a maximizarem o valor para os proprietários e evitam um maior controlo da banca sempre associado ao endividamento. A relação negativa entre os níveis de liquidez e a distribuição de resultados, foi evidenciada em vários trabalhos: Harford (1999), Opler et al (1999), Faulkender e Wang (2006), Pinkowitz et al (2006), Dittmar e Smith (2007), Harford et al (2009), Bates et al (2009) e Nikolov e Whited (2009). Por outro lado, Noguera e Omar (2012), ao estudarem as empresas sul americanas verificaram existir uma relação positiva entre a distribuição de resultados e os níveis de liquidez.

Em sintonia, Dittmar et al (2003) e Kalcheva e Lins (2007), referem que nos países com menor proteção legal dos investidores, a liquidez das empresas tende a ser superior.

Assim, no âmbito da teoria dos Custos de Agência, também foram desenvolvidas várias proposições (Ferreira e Vilela, 2004):

- As empresas com maiores níveis de liquidez, apresentam normalmente menor distribuição de resultados;
- As empresas com maior endividamento, apresentam por norma um menor nível de liquidez, representando a dívida uma forma de os proprietários controlarem a ação dos gestores;
- As empresas com maiores oportunidades de investimento deverão apresentar uma relação negativa com o nível de liquidez, uma vez que a expansão do negócio e a futura remuneração dos proprietários, exige uma constante renovação dos capitais necessários e das fontes de financiamento externas;
- As empresas com maior dimensão tenderão a apresentar níveis de liquidez superiores, uma vez que para além de terem maior capacidade para remunerar os investidores, apresentam igualmente, maior disponibilidade

financeira para se proteger contra eventuais propostas de aquisição por parte de outros grupos empresariais.

A teoria ***Pecking Order***, ou teoria da hierarquização das fontes de capital, desenvolvida por Myers e Majluf (1984), vem afirmar que as empresas dão prioridade ao financiamento através de fundos gerados internamente (resultados criados acrescidos dos custos não desembolsáveis como as amortizações e depreciações, imparidades e provisões do exercício), recorrendo a financiamento externo (capital alheio) apenas, quando os excedentes não forem suficientes para cobrir as necessidades de financiamento. Caso ainda existam défices de tesouraria, as empresas emitem novos títulos como obrigações e ações.

Como tal, esta teoria, baseia-se na ideia que a estrutura de capitais de uma empresa é função de uma hierarquia, dominada em primeiro lugar pelos fundos gerados internamente, diminuindo assim os custos da informação assimétrica, ou seja, a disponibilização de informação privilegiada para os diversos *stakeholders* do negócio (Leland e Pyle, 1977; Leary e Roberts, 2005).

Também nesta teoria, foram definidas diversas proposições sobre o nível de liquidez das empresas:

- As empresas com maior capacidade de criar excedentes financeiros, apresentam por norma, maiores níveis de liquidez (Ferreira e Vilela, 2004);
- As empresas com maiores oportunidades de investimento, são também aquelas que apresentam maior nível de excedentes financeiros e de liquidez (Ferreira e Vilela, 2004);
- As empresas de maior dimensão têm tendência a apresentar maior nível de excedentes financeiros e de liquidez, derivado das economias de escala da atividade (Opler et al, 1999);
- As empresas com maior capacidade de criar excedentes financeiros, apresentam por norma menor nível de endividamento, porque a atividade gera reservas suficientes de liquidez (Ferreira e Vilela, 2004).

2. ESTUDO EMPÍRICO

2.1. Internacionalização das Empresas Portuguesas

As empresas portuguesas apostam cada vez mais na internacionalização, de forma a entrarem em mercados mais atrativos em termos de taxas de crescimento e garantirem um futuro mais sustentável para os seus negócios. Nesse sentido, os mercados externos têm sido abordados sobretudo através de exportações, que representam a forma de entrada nos mercados internacionais que incorpora menos risco.

O RIEP 2017 (Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas), disponibilizado pelo INDEG-ISCTE, em colaboração com o Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da Fundação Dom Cabral e com o apoio institucional da AICEP, desenvolveu um estudo com o propósito de “procurar compreender os processos de geração, transferência e absorção do conhecimento na internacionalização das empresas portuguesas” (RIEP, 2017, p.14). Nesse estudo, foi possível constatar que as 54 empresas analisadas detinham atividade internacional em cerca de 84 países, distribuídas pelos cinco continentes, sendo o top 10 constituído pelos seguintes países:

- Angola, com 29 empresas;
- Moçambique, com 27 empresas;
- Espanha, com 25 empresas;
- Brasil, com 23 empresas;
- Reino Unido, com 20 empresas;
- Cabo Verde, com 13 empresas;
- EUA (Estados Unidos da América), com 12 empresas;
- França, com 12 empresas;
- Alemanha, com 11 empresas; e
- Marrocos, com 9 empresas.

Contudo, embora os países africanos apareçam no topo da lista, o continente europeu atingiu uma preferência de 72% por parte das empresas portuguesas, aspeto que pode se justificar pela proximidade geográfica com Portugal. Em segundo lugar, surge o continente africano, com um peso de 65%, conseqüente da relação entre Portugal e os PALOP's (Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa). A América do Sul, também inclui 50% das empresas estudadas, o que se deverá sobretudo, à presença das empresas no Brasil, devido à proximidade cultural com Portugal.

Outro aspeto a destacar do RIEP 2017, é o Índice de Transnacionalidade desenvolvido pela UNCTAD (United Nations Conference On Trade and Development), que compara empresas transnacionais (que operam no estrangeiro) de diferentes setores de atividade, de forma a determinar o seu grau de adaptação ao país para o qual se estão a internacionalizar.

Nesse sentido, recorrendo às receitas obtidas, aos ativos e aos funcionários a operar no estrangeiro, determinou-se uma percentagem de transnacionalidade das empresas portuguesas de 31,80% no ano de 2016, valor abaixo dos 32,70% registados em 2015. De acordo com o RIEP 2017, tal poderá ser conseqüência de “algum grau de centralização das suas cadeiras de valor ou de um padrão de utilização de recursos mais eficiente nas operações internacionais” (RIEP, 2017, p.32).

Em 2017, o OEC (The Observatory of Economic Complexity), considerou Portugal o 44º maior exportador do mundo, com um montante realizado em exportações de US \$ 59,3 Bilhões. Tal valor, corresponde a aproximadamente 27,33% do PIB nacional nesse ano.

O Jornal Económico, com base nos dados avançados pelo INE, publicou a 20 de fevereiro de 2018, uma lista das empresas portuguesas que mais exportaram no ano de 2017:

- Petróleos de Portugal - Petrogal, S.A;
- Volkswagen Autoeuropa, Lda;
- The Navigator Company, S.A;

- Bosch Car Multimedia Portugal, S.A;
- Continental Mabor - Indústria de Pneus, S.A;
- Dephi Automotive Systems - Portugal, S.A;
- Faurécia - Sistemas de Escape Portugal, Lda;
- Repsol Polímeros, S.A.

A fim de observar a evolução das exportações das empresas portuguesas nos últimos 5 anos, elaborou-se a seguinte tabela, adaptada do INE (Instituto Nacional de Estatística), destacando-se o valor dos 10 países com maior importância nas exportações portuguesas. Em simultâneo, apresentam-se também os valores das exportações para o mercado comunitário e para o mercado extracomunitário.

TABELA 3 - EXPORTAÇÃO DE BENS POR LOCAL DE DESTINO

Local de Destino	Exportações (€) de Bens por Local de Destino e Tipo de bem, Produto por atividade (CPA 2008) - Anual						
	Período de Referência dos Dados					Total (€)	Total (%)
	2014	2015	2016	2017	2018		
Angola	3 177 938 336,00 €	2 099 058 952,00 €	1 501 573 439,00 €	1 786 227 685,00 €	1 514 400 024,00 €	10 079 198 436,00 €	3,87%
Bélgica	1 303 296 000,00 €	1 133 254 061,00 €	1 215 864 843,00 €	1 270 452 800,00 €	1 322 076 082,00 €	6 244 943 786,00 €	2,40%
China	839 714 326,00 €	838 723 451,00 €	676 311 657,00 €	841 611 978,00 €	657 781 745,00 €	3 854 143 157,00 €	1,48%
Alemanha	5 618 419 050,00 €	5 883 117 818,00 €	5 838 119 800,00 €	6 259 433 888,00 €	6 648 159 018,00 €	30 247 249 574,00 €	11,60%
Espanha	11 284 010 333,00 €	12 309 547 767,00 €	12 929 562 009,00 €	13 854 042 929,00 €	14 685 187 159,00 €	65 062 350 197,00 €	24,96%
França	5 658 613 493,00 €	6 031 361 898,00 €	6 323 384 820,00 €	6 911 771 155,00 €	7 344 153 500,00 €	32 269 284 866,00 €	12,38%
Reino Unido	2 943 891 123,00 €	3 355 783 695,00 €	3 538 265 242,00 €	3 648 788 476,00 €	3 673 449 925,00 €	17 160 178 461,00 €	6,58%
Itália	1 539 196 700,00 €	1 585 880 533,00 €	1 730 787 162,00 €	1 965 411 248,00 €	2 479 108 009,00 €	9 300 383 652,00 €	3,57%
Países Baixos	1 908 771 614,00 €	1 988 655 008,00 €	1 876 023 477,00 €	2 211 035 608,00 €	2 209 527 108,00 €	10 194 012 815,00 €	3,91%
Estados Unidos	2 110 727 326,00 €	2 566 672 030,00 €	2 465 013 018,00 €	2 844 898 813,00 €	2 877 672 664,00 €	12 864 983 851,00 €	4,93%
(...)							
Mundo	48 053 695 644,00 €	49 634 001 363,00 €	50 038 841 230,00 €	55 017 987 697,00 €	57 958 159 885,00 €	260 702 685 819,00 €	-
Intra União Europeia	34 044 795 076,00 €	36 071 085 203,00 €	37 589 611 378,00 €	40 790 904 709,00 €	44 099 086 514,00 €	192 595 482 880,00 €	73,88%
Extra União Europeia	14 008 900 568,00 €	13 562 916 160,00 €	12 449 229 852,00 €	14 227 082 988,00 €	13 859 073 371,00 €	68 107 202 939,00 €	26,12%

FONTE: Adaptado do INE, 2019.

Dos 10 países apresentados, verifica-se que sete fazem parte da União Europeia (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Reino Unido, Itália e Países Baixos), correspondendo o seu peso a 65,40% do valor total de exportações

em todo o mundo. Os três países restantes (Angola, China e Estados Unidos), representam uma percentagem de 10,28% da exportação total.

A Espanha, a França e a Alemanha destacam-se pelo seu peso (valor percentual conjunto de 48,94%), enquanto a China, a Bélgica e a Itália representam no grupo dos 10 países mais importantes, os que menos produtos portugueses importaram (valor percentual conjunto de 7,45%).

Na tabela, também se verifica que 73,88% do montante total das exportações, provém dos países da União Europeia, sendo apenas 26,12% referente à exportação para os países fora da União Europeia.

No que diz respeito a 2018, apresenta-se a distribuição das exportações tendo por referência a localização geográfica das empresas portuguesas, destacando-se o peso do continente.

TABELA 4 - EXPORTAÇÕES DE BENS POR LOCALIZAÇÃO GEOGRÁFICA

Período de Referência dos dados	Localização Geográfica	Exportações (€) de Bens por Localização Geográfica, Tipo de Comércio e Tipo de Bens - Anual				
		Comércio Internacional	Comércio INTRA-UE		Comércio EXTRA-UE	
2018	Portugal	57.958.159.885,00 €	44.099.086.514,00 €	76,09%	13.859.073.371,00 €	23,91%
	Continente	55.214.820.830,00 €	42.348.320.361,00 €	76,70%	12.866.500.469,00 €	23,30%
	Região Autónoma dos Açores	92.947.594,00 €	59.368.184,00 €	63,87%	33.579.410,00 €	36,13%
	Região Autónoma da Madeira	225.643.939,00 €	84.873.969,00 €	37,61%	140.769.970,00 €	62,39%
	Extra-Regio NUTS I	2.424.747.522,00 €	1.606.524.000,00 €	66,26%	818.223.522,00 €	33,74%

FONTE: Adaptado do INE, 2019.

Subdividindo o valor obtido com as exportações pelo mercado comunitário e pelo mercado extracomunitário, é possível verificar que as empresas portuguesas sediadas em Portugal Continental, na Região Autónoma dos Açores e no Extra-Regio NUTS I têm um peso considerável no mercado comunitário, com percentagens acima dos 60%, enquanto a Região Autónoma da Madeira exporta mais para o mercado extracomunitário, representando este uma percentagem de 62,39%.

Considerando os 10 produtos mais exportados do último triénio analisado, é possível apurar, a seguinte situação:

TABELA 5 - EXPORTAÇÕES DE BENS POR LOCAL DE DESTINO E TIPO DE BENS

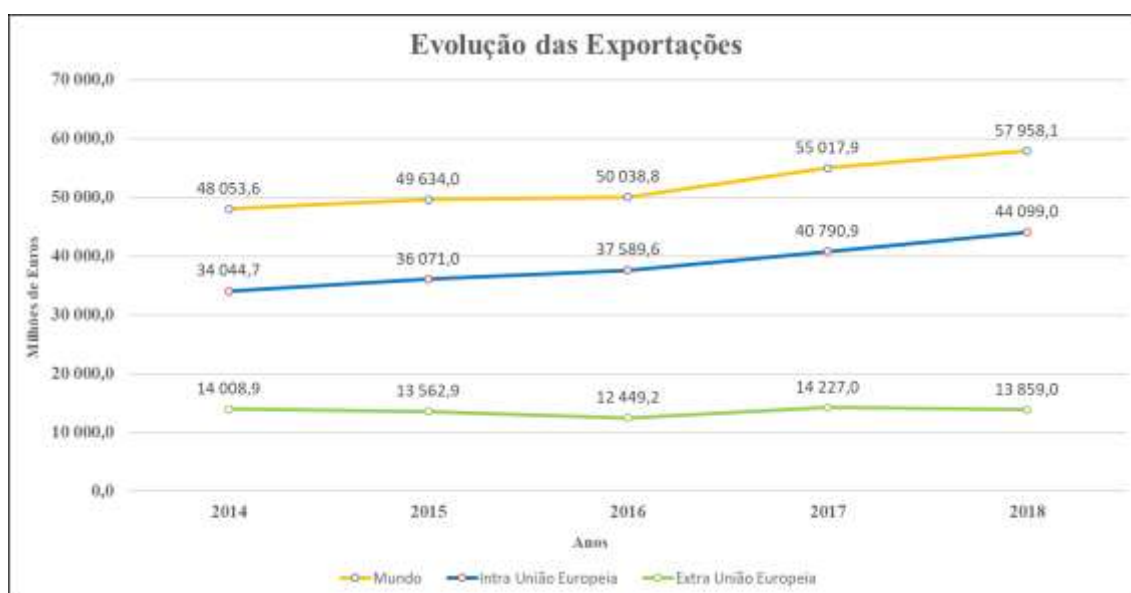
Tipo de Bens	Exportações (€) de Bens por Local de Destino e Tipo de bens (Nomenclatura combinada - NC8) - Anual							
	Período de Referência dos Dados						TOTAL (€)	TOTAL (%)
	2018		2017		2016			
	Intra União Europeia	Extra União Europeia	Intra União Europeia	Extra União Europeia	Intra União Europeia	Extra União Europeia		
Produtos das indústrias alimentares; etc.	2.357.746.081,00 €	912.224.533,00 €	2.227.928.289,00 €	954.377.894,00 €	2.254.341.833,00 €	887.435.336,00 €	9.594.053.966,00 €	5,89%
Produtos minerais	2.640.413.751,00 €	2.189.676.804,00 €	2.451.827.257,00 €	2.226.248.254,00 €	1.889.934.543,00 €	1.876.322.697,00 €	13.274.423.306,00 €	8,14%
Produtos das indústrias químicas ou das indústrias conexas	1.940.319.147,00 €	917.243.021,00 €	1.916.269.967,00 €	833.030.349,00 €	1.850.270.222,00 €	828.155.112,00 €	8.285.287.818,00 €	5,08%
Plástico e suas obras; borracha e suas obras	3.460.883.916,00 €	782.969.232,00 €	3.343.193.351,00 €	823.353.375,00 €	3.072.885.956,00 €	735.863.818,00 €	12.219.149.648,00 €	7,50%
Pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas; etc.	1.858.843.093,00 €	819.524.736,00 €	1.774.024.243,00 €	773.303.932,00 €	1.699.322.264,00 €	754.172.932,00 €	7.679.191.200,00 €	4,71%
Matérias têxteis e suas obras	4.374.185.194,00 €	939.676.749,00 €	4.327.344.872,00 €	896.996.303,00 €	4.241.960.642,00 €	793.831.686,00 €	15.573.995.446,00 €	9,55%
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, etc.	1.718.068.475,00 €	296.492.983,00 €	1.765.476.555,00 €	296.942.524,00 €	1.741.903.053,00 €	277.169.096,00 €	6.096.052.686,00 €	3,74%
Metais comuns e suas obras	3.609.515.418,00 €	993.674.026,00 €	3.255.882.577,00 €	1.073.898.761,00 €	2.763.621.803,00 €	922.478.886,00 €	12.619.071.471,00 €	7,74%
Máquinas e aparelhos, material eléctrico, e suas partes; etc.	6.052.160.661,00 €	2.240.817.714,00 €	6.104.168.184,00 €	2.325.751.111,00 €	5.745.627.775,00 €	1.972.882.240,00 €	24.441.407.685,00 €	14,99%
Material de transporte	7.383.845.725,00 €	856.520.081,00 €	5.496.686.253,00 €	1.096.593.571,00 €	4.920.032.501,00 €	761.156.905,00 €	20.514.835.036,00 €	12,58%
(...)								
Total	44.099.086.514,00 €	13.859.073.371,00 €	40.790.904.709,00 €	14.227.082.988,00 €	37.589.611.378,00 €	12.449.229.852,00 €	163.014.988.812,00 €	-

Fonte: Adaptado do INE, 2019.

Os produtos presentes no top 10 constituem 79,92% do valor total exportado, sendo as máquinas e aparelhos, material eléctricos e suas partes, etc., os bens mais exportados pelas empresas portuguesas, com uma percentagem de 14,99%, seguidos pelo material de transporte, com 12,58%. Destacam-se ainda o calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, etc, e as pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas como os produtos com menor peso no total das exportações dos 10 produtos mais importantes, com percentagens de 3,74% e 4,71%, respetivamente.

De seguida, apresenta-se ainda um gráfico, que procura evidenciar a evolução total das exportações, assim como a evolução das exportações para o mercado comunitário e para o mercado extracomunitário durante o período de 2014 a 2018:

FIGURA 1 - EVOLUÇÃO DAS EXPORTAÇÕES



Relativamente à evolução do valor de exportações intra-UE, observa-se que este tem vindo a aumentar de forma constante ao longo do período analisado. No que diz respeito à exportação extra-UE, verifica-se um decréscimo das exportações de 2014 a 2016 e posteriormente em 2018.

Concluindo, verifica-se que as empresas portuguesas optam maioritariamente pela exportação para países da União Europeia (com maior proximidade geográfica com Portugal). Para além disso, verifica-se que globalmente as exportações têm vindo a aumentar ao longo dos últimos anos, contribuindo para um desenvolvimento sustentável da economia portuguesa e para o crescimento do setor empresarial português.

2.2. Objetivos de investigação

Este estudo tem por objetivo, evidenciar se o nível de liquidez das empresas exportadoras portuguesas é influenciado pela capacidade de autofinanciamento gerada pelo negócio.

Para tal, através do estudo das 250 maiores empresas exportadoras nacionais para a União Europeia, e tendo por base as teorias abordadas no

enquadramento teórico sobre o nível de liquidez, pretende-se validar as seguintes hipóteses de investigação:

Hipótese 1: Quanto maior for o nível de autofinanciamento gerado pela atividade, maior tenderá a ser a liquidez da empresa.

A teoria do *trade-off*, refere que empresas que detenham elevados níveis de meios libertos, têm maior capacidade de endividamento e não necessitam de elevados níveis de liquidez, porque através do endividamento podem substituir a liquidez.

Contudo, e tal como anteriormente referido, segundo a teoria da *pecking-order*, as empresas que tenham maior nível de *cash-flow* (meios libertos), têm necessariamente maior liquidez, porque recorrem sobretudo a recursos próprios para financiarem a atividade, de forma a não passarem informação para o exterior. Assim, de acordo com esta teoria irá existir uma relação positiva entre os meios libertos gerados pela empresa e a sua liquidez.

Hipótese 2: Quanto maior for a incerteza ao nível do autofinanciamento, maior deverá ser o nível de liquidez.

As empresas, por precaução, que apresentem níveis de incerteza maior em relação ao nível de autofinanciamento gerado, tendem a reter maior liquidez, para que possam garantir o financiamento da atividade em momentos cujo nível de autofinanciamento seja inferior. Assim, espera-se que haja uma relação positiva entre o nível de volatilidade do autofinanciamento da atividade e o nível de liquidez.

Hipótese 3: Quanto maiores forem as restrições financeiras da atividade, maior o nível de liquidez das empresas.

De acordo com a teoria que se baseia nos motivos de precaução, as empresas com fortes restrições de acesso a financiamento externo, têm tendência a reter mais liquidez, para que possam concretizar projetos de valor acrescentado para a atividade.

Assim, espera-se que as empresas que apresentem maiores níveis de restrições financeiras, sejam as que detenham maiores níveis de liquidez na atividade.

2.3. Metodologia de investigação

O desenvolvimento da parte empírica foi feito com base na análise das 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário, tendo por base o critério do volume de negócios. Os dados foram obtidos na base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e rerem-se ao último ano disponível (2018). A sua extração foi efetuada durante o mês de outubro de 2019, na Escola Superior de Ciências Empresarias.

Tendo por referência as hipóteses de investigação anteriormente definidas, a variável dependente que irá representar o nível de liquidez das empresas irá ser o rácio da liquidez imediata que pretende verificar o peso dos meios financeiros líquidos no valor do ativo total. Deste modo, pretende-se verificar a importância dos ativos que mais facilmente poderão ser utilizados para fazer face a obrigações perante terceiros (Ferreira- Vilela, 2004; Oliveira, 2013).

$$\text{Liquidez Imediata} = \frac{\text{Meios Financeiros Líquidos}}{\text{Ativo Líquido}}$$

Relativamente às variáveis a estudar diretamente relacionadas com as hipóteses de investigação, são as seguintes:

- Autofinanciamento;
- Incerteza do nível de autofinanciamento;
- Restrições financeiras.

No que diz respeito ao Autofinanciamento, irá ser medido pela relação entre os meios libertos líquidos retidos - MLLR (resultados líquidos + custos não desembolsáveis – distribuição de resultados) e o total do ativo líquido (Ferreira- Vilela, 2004; Oliveira, 2013). Salienta-se que, tal como anteriormente referido, os custos não desembolsáveis incluem as amortizações e depreciações, imparidades e provisões. Assim, pretende-se verificar a

capacidade dos meios libertos pela atividade para cobrirem os investimentos realizados.

$$\text{Autofinanciamento} = \frac{MLLR}{\text{Ativo Líquido Total}}$$

Relativamente à incerteza do nível de autofinanciamento, irá ser medida pelo coeficiente de variação de Pearson dos MLLR dado pelo rácio entre o desvio padrão dos meios libertos líquidos retidos dos últimos 3 anos disponíveis (2018, 2017 e 2016) e o seu valor médio nesses mesmos períodos (Ozkan – Ozkan, 2002; Ferreira- Vilela, 2004; Oliveira, 2013).

$$\text{Coeficiente de Variação MLLR} = \frac{\text{Desvio Padrão dos MLLR}}{\text{Valor Médio dos MLLR}}$$

Quanto às restrições financeiras irão ser estudadas através do indicador Z score obtido na Análise Discriminante de Altman.

Um dos vetores da análise da situação económica e financeira de empresas, é medir o seu risco financeiro. Tal, é fundamental na avaliação do valor de empresas, na avaliação de processos de concessão de crédito ou na análise do impacto de decisões de gestão na situação financeira futura de cada entidade. No sentido de se poder ter uma ideia mais pormenorizada sobre este tema, Altman desenvolveu um modelo em 1968, que é uma referência a nível mundial na determinação do nível de risco de falência associado a cada empresa (Teixeira, 2008).

O modelo baseia-se em cinco categorias de rácios:

- Liquidez → Fundo de Maneio / Ativo Total (X1):

Mostra a capacidade da empresa para transformar ativos em meios monetários considerando o total de investimento necessário.

- Rendibilidade → Resultados Transitados e Reservas / Ativo Total (X2):

Mostra a capacidade de autofinanciamento da atividade ao longo do tempo face ao total de investimento necessário.

- Endividamento → Resultados Operacionais / Ativo Total (X3):

Mostra a capacidade de autofinanciamento da atividade no exercício face ao total de investimento necessário.

- Solvência → Valor do Capital Próprio / Valor do Capital Alheio (X4):

Mostra a capacidade dos capitais próprios garantirem os compromissos com terceiros a médio prazo.

- Funcionamento → Vendas / Ativo Total (X5):

Mostra a capacidade de rotação do ativo através do volume de negócios gerado pela empresa.

Cada um destes indicadores, é ponderado por um coeficiente que faz parte da função discriminante desenvolvida pelo autor após várias simulações em computador. De seguida, apresenta-se a equação desenvolvida para empresas não cotadas.

$$Z = 0,717 X1 + 0,847 X2 + 3,107 X3 + 0,42 X4 + 0,998 X5$$

Para além do pressuposto já referido, Altman afim de minimizar os erros, estipulou um intervalo de confiança de 30% acima e abaixo da média de Z. Como tal, empresas com um Z score inferior a 1,23 detêm um elevado Risco de Falência; Por outro lado, empresas com um Z score superior a 2,9 detêm um baixo Risco de Falência.

Resumindo, temos os seguintes padrões de referência para se determinar o risco de falência:

TABELA 6 - CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO DO RISCO DE FALÊNCIA DO MODELO DE ALTMAN

Risco de Falência	Padrões de Referência
Alto Risco de Falência	Z score < 1,23
Normal Risco de Falência	1,23 <= Z score < 2,9
Baixo Risco de Falência	Z score >= 2,9

Para além das variáveis a estudar nas hipóteses de investigação definidas, o estudo irá incluir algumas variáveis de controlo que representam fatores evidenciados noutros trabalhos que poderão condicionar os níveis de liquidez, nomeadamente:

- A dimensão;
- As oportunidades de investimento;
- Ativos substitutos de meios financeiros líquidos;
- Nível de endividamento e maturidade da dívida;
- Rendibilidade;
- Distribuição de resultados.

A variável dimensão das empresas foi calculada com o logaritmo natural do valor do ativo total líquido. De acordo, com as Teorias do *Trade-Off*, dos motivos de Transação e da Precaução espera-se que a relação entre a dimensão e o grau de liquidez seja negativa, uma vez que as empresas maiores têm maior capacidade de negociação de endividamento, não tendo que se preocupar tanto com o nível de liquidez dos seus ativos (Teixeira e Parreira, 2014).

$$DIM = \text{Log do Ativo Total Liquido}$$

Em relação às oportunidades de investimento, pretende-se verificar o potencial de rentabilização dos capitais aos investidores e, nesse sentido, foi utilizada a Rendibilidade dos Capitais Próprios (Oliveira, 2013), que compara

os resultados criados para os proprietários com os seus investimentos na empresa. Espera-se que quanto maior for o potencial de rentabilidade, maior seja o nível de liquidez, o que estará em linha com a Teoria da Precaução.

$$\text{Rentabilidades dos Capitais Próprios} = \frac{\text{Resultado Líquido}}{\text{Capitais Próprios}}$$

Os ativos substitutos de meios financeiros líquidos, pretendem evidenciar o peso dos ativos correntes (corrigidos dos meios financeiros líquidos) no total do ativo líquido. Considerando que estas rubricas representam necessidades financeiras, presume-se que deverão ter uma relação negativa com o nível de liquidez, uma vez que diminuem o nível dos fluxos de caixa libertos. Assim, o menor autofinanciamento leva a uma menor liquidez e a uma maior necessidade de negociação de endividamentos, o que vai ao encontro da Teoria *Pecking Order* (Teixeira e Parreira, 2014).

$$\text{Ativos Substitutos} = \frac{\text{Ativo Corrente} - \text{Disponibilidades}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

O nível de endividamento e a maturidade da dívida foram estudados através da análise do peso do passivo de médio e longo prazo e do passivo de curto prazo no financiamento do ativo líquido total (Teixeira e Parreira, 2014). De acordo com as teorias *Trade-Off* e da Agência, espera-se que quanto maior for o endividamento, menor seja o nível de liquidez.

$$\text{DEBMAT} = \frac{\text{Passivo Médio e Longo Prazo}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

$$\text{DEBMAT} = \frac{\text{Passivo de Curto Prazo}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

A rentabilidade foi estudada tendo em consideração a rentabilidade operacional do volume de negócios, de forma a observar-se se existia uma relação positiva entre a capacidade do negócio em gerar excedentes e o nível de liquidez, indo ao encontro do que é defendido pela Teoria *Pecking Order* -

maior autofinanciamento conduz a uma maior liquidez e a uma menor necessidade de financiamentos externos (Teixeira e Parreira, 2014).

$$\text{Rendibilidade Operacional} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Vendas e Prestações de Serviços}}$$

Finalmente, estudou-se também a relação entre a distribuição de resultados e o nível de liquidez. De acordo com a Teoria da Agência, espera-se que haja uma relação negativa entre as duas rubricas, uma vez que os gestores privilegiam a liquidez (para diminuir o risco) em prol da remuneração aos proprietários. Para se estudar esta relação utilizou-se o peso dos lucros distribuídos no ativo líquido total (Oliveira, 2013).

$$\text{Distribuição de Resultados} = \frac{\text{Resultados Distribuídos}}{\text{Ativo Total Líquido}}$$

Após se definir a amostra a estudar e as variáveis (dependentes e independentes) a utilizar, efetuou-se o tratamento dos dados no *software* Eviews. Realizou-se um modelo de regressão linear multivariada, que pretendeu destacar as relações existentes entre o nível de liquidez e as características financeiras definidas das empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário. De seguida, apresenta-se o modelo de regressão linear multivariada a utilizar:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum^{12} \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Legenda:

$Y_{i,t}$ = medida de endividamento da empresa i no ano t ;

β_0 = constante;

β_k = parâmetro estimado pelo modelo;

X = vetor das variáveis explicativas;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório.

O vetor das variáveis explicativas (independentes), inclui K fatores, ($K = 1, \dots, 12$), que são os seguintes:

- Peso dos Meios Libertos Líquidos Retidos no Ativo Líquido Total;

- Coeficiente de Variação de Pearson dos Meios Líquidos Retidos;
- Z score da Análise Discriminante de Altman;
- Logaritmo natural do Ativo Líquido Total;
- Rendibilidade dos Capitais Próprios;
- Peso dos Ativos Correntes Líquidos dos Meios Financeiros no Ativo Líquido Total;
- Peso do Passivo de Médio e Longo Prazo no Ativo Líquido Total;
- Peso do Passivo de Curto Prazo no Ativo Líquido Total;
- Rendibilidade Operacional do Volume de Negócios;
- Peso dos Resultados Distribuídos no Ativo Líquido Total.

Destaca-se, ainda, que o modelo de regressão utilizado foi sujeito a vários processos de validação (Pinto e Curto, 1999):

- Avaliação do valor do coeficiente de correlação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes, através da análise gráfica dos resíduos e dos valores estimados da variável dependente, de modo a verificar a existência de linearidade;
- Análise da existência de heterocedasticidade através da homogeneidade da variância;
- Normalidade dos erros que foi verificada através da representação gráfica e do teste Jarque-Bera;
- Análise da multicolinearidade, através da observação dos coeficientes de correlação de Pearson.

2.4. Análise e discussão dos resultados obtidos

Neste ponto, irão ser apresentados os resultados obtidos relativamente às hipóteses inicialmente definidas e às relações esperadas entre as diferentes variáveis estudadas e o nível de liquidez das empresas.

Tal como anteriormente referido, foram realizados diversos testes para verificar a robustez do modelo de regressão linear estudado. Salienta-se a seguinte informação:

- Multicolinearidade: através da matriz de correlações das variáveis estudadas, verificou-se que não existem relações fortes entre as variáveis;
- Homogeneidade da variância: o modelo apresentou heterocedasticidade. Foi utilizado o teste de White para se verificar a significância das variáveis com os desvios padrões robustos. Assim, apresentam-se os resultados do modelo já corrigidos pelos resultados do teste de White;
- Normalidade dos erros: o modelo não apresentou normalidade. Contudo, pela dimensão da amostra, 250 empresas, considera-se que os resultados são robustos (Moutinho e Hutcheson, 2008);
- Linearidade da relação entre as variáveis do modelo: ao observar-se o gráfico de dispersão dos três modelos apresentados verifica-se que não existe relação linear entre nenhuma das estimativas das variáveis dependentes analisadas e os resíduos.

De seguida, apresentam-se os resultados dos modelos de regressão, referentes às variáveis dependentes:

TABELA 7 - ESTATÍSTICAS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.298502	0.076188	3.917942	0.0001
PESO_DOS_MEIOS_LIBERTOS_	-0.271724	0.165352	-1.643307	***0.1017
RISCO_MEIOS_LIBERTOS_LIQ	0.000979	0.001345	0.727937	0.4674
DIMENSAO_ATIVO_LIQUIDO_	-0.015637	0.004461	-3.504974	*0.0005
OPORTUNIDADES_DE_INVESTI	0.067019	0.054630	1.226781	0.2212
ATIVOS_SUBSTITUTOS_ATIV	-0.157008	0.036110	-4.348087	*0.0000
PCP__AL	-0.057181	0.043701	-1.308459	0.1920
PMLP__AL	-0.056597	0.049080	-1.153146	0.2500
RENDIBILIDADE_OPERACIONA	0.308266	0.144807	2.128804	**0.0343
PESO_DOS_LUCROS_DISTRIBU	-0.063794	0.092530	-0.689444	0.4912
Z_SCORE	0.016922	0.006803	2.487295	**0.0136
R-squared	0.340179	Mean dependent var		0.054296
Adjusted R-squared	0.311491	S.D. dependent var		0.090891
S.E. of regression	0.075418	Akaike info criterion		-2.286974
Sum squared resid	1.308209	Schwarz criterion		-2.127917
Log likelihood	286.5804	Hannan-Quinn criter.		-2.222893
F-statistic	11.85793	Durbin-Watson stat		1.892127
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic		4.430652
Prob(Wald F-statistic)	0.000010			

*Significativo para $\alpha < 0,01$; Significativo para $\alpha < 0,05$; *** Significativo para $\alpha < 0,1$

Em termos gerais verifica-se que o modelo explica 31% do nível de liquidez (valor do R2 ajustado) e que apresenta um nível de significância inferior a 0,01.

Tendo em consideração os resultados obtidos no modelo já com os desvios padrões robustos, observa-se que a hipótese 1 de investigação não se verifica. Esta hipótese referia que quanto maior fosse o nível de autofinanciamento gerado pela atividade, maior tenderia a ser a liquidez da empresa. Contudo, os resultados evidenciam que, o peso dos meios libertos líquidos retidos no ativo líquido total, embora seja significativo para um $\alpha < 0,1$, apresenta uma relação negativa com o nível de liquidez. Ou seja, quanto maior for o peso dos meios libertos líquidos retidos menor é o nível de liquidez, o que corresponde ao contrário do que se previa na hipótese 1 de investigação. Tal poderá ser explicado de duas formas:

- Os meios libertos implicam a criação de excedentes potenciais de meios financeiros que, poderão não ser transformados em liquidez devido às políticas comerciais adotadas pelas empresas ao nível dos prazos de recebimento e de pagamento e de rotação de inventários. Assim, poderão

gerar mais ativos correntes em prol de meios financeiros líquidos, não contribuindo diretamente para a constituição de um maior nível de liquidez;

- Os meios libertos são condicionados positivamente pelas amortizações e depreciações. Assim, a existência de maiores valores nestas rubricas poderá estar relacionada com maiores montantes de investimentos em ativos não correntes, tendo um impacto negativo no nível de liquidez.

A hipótese de investigação número 2 partia do princípio que quanto maior fosse a incerteza ao nível do autofinanciamento, maior deveria ser o nível de liquidez. Ao se analisar os resultados do coeficiente de Pearson que mede o risco associado às variações do valor dos meios libertos líquidos retidos, verifica-se que a relação desta variável com o nível de liquidez não é estatisticamente relevante, não se comprovando a hipótese definida. Contudo, existe uma relação positiva entre as variáveis, o que vai ao encontro do esperado.

Relativamente à hipótese de investigação número 3 defendia que quanto maiores fossem as restrições financeiras da atividade, maior deveria ser o nível de liquidez das empresas, por motivos de precaução. Ao observarem-se os resultados de investigação, constata-se que o Z score é relevante para um nível de significância inferior a 0,05 ($\alpha = 0,0136$) e que apresenta uma relação positiva face ao nível de liquidez, não indo ao encontro do esperado na hipótese de investigação. Deste modo, não se verifica igualmente a hipótese de investigação número 3, uma vez que quanto maior é o Z score (valores mais altos neste indicador estão associados a empresas com menor risco de falência) maior é o nível de liquidez. Ou seja, empresas com menos restrições financeiras apresentam maior liquidez.

No que diz respeito aos resultados sobre a relação entre as variáveis de controlo utilizadas e o nível de liquidez, constata-se que apenas a dimensão, o peso dos ativos correntes líquidos dos meios financeiros líquidos e a rentabilidade operacional do volume de negócios apresentaram estatísticas relevantes.

A dimensão tem um nível de significância inferior a 0,01 ($\alpha = 0,0005$) e um coeficiente negativo, o que quer dizer que quanto maiores forem as

empresas menor o nível de liquidez que apresentam. Tal conclusão, vai ao encontro do esperado, uma vez que as empresas maiores detêm um poder de negociação superior para obterem financiamentos externos que lhe diminuem os riscos associados a menores níveis de liquidez.

Os ativos substitutos de meios financeiros líquidos apresentam igualmente um nível de significância inferior a 0,01 ($\alpha = 0,0005$) e um coeficiente negativo, o que também vai ao encontro do esperado inicialmente, ou seja, quanto maior for o valor dos ativos correntes que não correspondem a meios financeiros líquidos, menor é o nível de liquidez das empresas. Tal vai também ao encontro do que se referiu relativamente aos resultados da hipótese de investigação número 1. Nessa hipótese verificou-se que os meios libertos apresentavam uma relação negativa com a liquidez, o que poderia estar associado ao facto de se estarem a transformar em ativos correntes (por exemplo, dívidas de clientes) e não em meios financeiros líquidos.

No que diz respeito à rentabilidade operacional apresenta um nível de significância inferior a 0,05 ($\alpha = 0,0343$) e um coeficiente positivo. Desta forma, conclui-se que quanto maior for a rentabilidade do negócio, maior é o nível de liquidez das empresas, comprovando-se a relação positiva entre ambas as variáveis.

Finalmente, de acordo com as estatísticas obtidas no modelo de regressão utilizado que, as oportunidades de investimento (representadas pela rentabilidade dos capitais próprios), a maturidade do endividamento (peso dos passivos de médio e longo prazo e de curto prazo no financiamento do ativo) e o nível dos resultados distribuídos não apresentavam relações significativas com o nível de liquidez das 250 maiores empresas exportadoras para o mercado comunitário. Contudo, os sinais dos coeficientes destas variáveis vão no sentido do tipo de relações que se esperavam. Assim, a rentabilidade dos capitais próprios apresenta uma relação positiva com o nível de liquidez, ou seja, quanto maior é o potencial de rentabilidade, maior deverá ser o nível de liquidez. Já ambos os tipos de passivos e o nível de distribuição de resultados, apresentam uma relação negativa com a liquidez das empresas. Como tal, pode-se sugerir que empresas com maior nível de endividamento e de distribuição de resultados tenderão a ter menor liquidez (no primeiro caso,

porque os financiamentos substituem a necessidade de maiores níveis de liquidez e, no segundo caso, porque a distribuição de resultados poderá descapitalizar as empresas).

Em resumo, embora não se verifiquem as relações previstas nas hipóteses de investigação, constata-se que as variáveis de controlo apresentam, em alguns casos, relações relevantes com o nível de liquidez, e o tipo de relações previamente previsto face à variável dependente estudada.

Assim, pode-se sugerir que de entre as variáveis analisadas, apenas as seguintes apresentaram relações relevantes com o nível de liquidez:

- Peso dos meios libertos líquidos retidos no ativo total líquido;
- Z score da Análise Discriminante de Altman, representativo do nível de restrições de financiamento das empresas;
- Dimensão do ativo líquido total;
- Peso dos ativos correntes corrigidos dos meios financeiros líquidos no ativo total líquido;
- Rendibilidade operacional.

3. CONCLUSÃO

O objetivo desta dissertação, era averiguar quais as variáveis que influenciavam positivamente ou negativamente, a gestão de tesouraria e os níveis de liquidez necessários para o normal funcionamento das empresas analisadas.

Começou-se por realizar um enquadramento teórico sobre os temas base do estudo, desenvolvendo-se uma reflexão sobre os principais conceitos associados à tesouraria das empresas e uma interligação entre autofinanciamento, liquidez e meios financeiros líquidos. Concluiu-se o enquadramento teórico com uma caracterização sobre as principais teorias desenvolvidas ao longo do tempo para explicar os determinantes do nível de liquidez das empresas.

No primeiro ponto incluído no estudo empírico foi efetuada uma caracterização da evolução recente das exportações portuguesas, tendo-se observado que nos últimos anos o valor das vendas para o exterior tem aumentado progressivamente, destacando-se o mercado comunitário como o principal destino dos produtos nacionais, representando em 2018, cerca de 74% do total das exportações portuguesas.

De seguida, foi realizado o estudo dos determinantes do nível de liquidez das 250 maiores empresas exportadoras portuguesas para o mercado comunitário.

Concluiu-se que, embora nenhuma das hipóteses de investigação tenha sido confirmada, várias variáveis estudadas apresentaram estatísticas relevantes com o nível de liquidez das empresas e tipos de relações iguais às expectativas iniciais do estudo.

Assim, o peso dos meios libertos líquidos retidos no ativo total líquido, o Z score da Análise Discriminante de Altman, representativo do nível de restrições de financiamento das empresas, a dimensão do ativo líquido total, o peso dos ativos correntes corrigidos dos meios financeiros líquidos no ativo total líquido e a rendibilidade operacional, apresentaram relações relevantes

com o nível de liquidez, podendo ser considerados determinantes desta variável.

Para além disso, o Z score e a rentabilidade operacional apresentaram relações positivas com o nível de liquidez, o que significa que empresas com menos risco de falência e com maior potencial de rentabilidade do negócio, tendem a apresentar maior nível de liquidez.

No que diz respeito, ao peso dos meios libertos líquidos retidos no ativo total líquido, à dimensão do ativo e ao peso dos ativos correntes corrigidos dos meios financeiros líquidos no ativo total líquido, apresentaram relações negativas com o nível de liquidez, o que poderá sugerir que as empresas com maiores níveis de meios libertos, também são as que apresentam maiores níveis de investimentos na atividade e que, nesse sentido, condicionam negativamente o seu nível de liquidez.

Relativamente a limitações de investigação refere-se o facto de se estudar apenas um ano (2018), o que poderá limitar a generalização das conclusões obtidas.

Quanto a linhas futuras de investigação, poderá alargar-se o estudo às empresas exportadoras para o mercado extracomunitário, criando-se uma amostra de maior dimensão e ficando-se com uma visão integrada dos determinantes da estrutura de capitais das empresas exportadoras nacionais.

4. BIBLIOGRAFIA

Abecassis, F. e Cabral, N. (2010), *Análise económica e financeira de projectos*, Lisboa, Fundação Calouste Gulbenkian

Almeida, H. Campello, M. & Weisbach, M. S. 2004. The cash flow sensitivity of cash. *Journal of Finance*, 1777–1804.

Barclay, M. & Smith, C. 1995. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance*, 50: 609 -631.

Bates, T. Kahle, K. & Stulz, R. 2009. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64: 1985-2022.

Baum, C. F. Caglayan, M. O. Ozkan, N. & Talavera, O. 2004. The impact of macroeconomic uncertainty on cash holdings for non-financial firms. Discussion Paper No. 04-010, ZEW - Centre for European Economic Research.

Boileau, M. & Moyen, N. 2010. Corporate cash savings: precaution versus liquidity. Working Paper 09-53, CIRPEE.

Chung, J-W. Jung, B. & Park, D. 2011. Has the value of cash increased over time? SSRN Working paper, No 1903680

Denis, D. J. & Sibilkov, V. 2009. Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23: 247-269.

Dittmar, A. Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. 2003, Corporate liquidity. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38: 11-134.

Faulkender, M. & Wang, R. 2006. Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61: 1957–1990.

Ferreira, M. & Vilela, A. (2004), *Why do firms hold cash? Evidence from EMU Countries. European financial management*, 10 (2): 295-319

Foley, F. Hartzell, S. Titman, J. & Twite, G. (2007), *Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation*, *Journal of Financial Economics*, 85:579-607

Guney, Y. Ozkan, A. & Ozkan, N. 2003, Additional international evidence on corporate cash holdings. Working Paper . EFMA 2003 Helsinki Meetings.

Han, S. & Qiu, J. 2007. Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13: 43–57.

Harford, J. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance* 54: 1969-1997.

Harford J. Klasa, S. & Walcott, N. G. 2009. Do firms have leverage targets? Evidence from acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 93(1): 1-14.

Jensen, M.& Meckling,W (1976), Theory of the firm: Managerial behavior,agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 76:305-360

Jensen, M. (1986), *Agency costs of the free cash flow, corporate finance and takeovers*, *American Economic Review*, 3:323-329

Kalcheva I. & Lins, K. V. 2007. International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies*, 20: 1087-1112.

Keynes, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, London, Macmilan (reprinted 2007)

Kim, C. S. Mauer, D. & Sherman, A. 1998. The determinants of corporate liquidity: theory and evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33: 305-334.

Kraus, A & Litzenberger, R.H. (1973), *A state-preference model of optimal financial leverage*, *Journal of Finance*, 28:911-922

Leary,M& Roberts,M (2005), Do Firms Rebalance Their Capital Structures?, *The Journal of Finance*,60

Leland,H & Pyle,D (1977), Informational asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*,32:371--387

Menezes, H. (2010), *Princípios de gestão financeira*, Lisboa, Editorial Presença

Miller, M.H. & Orr, D. 1966. A model of the demand for money by firms. *Quarterly Journal of Economics*, 80: 413–435.

Mikkelson, W.H.& Partch, M. (2003), *Do persistent large cash reserves hinder performance?* , Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38(2)

Modigliani, F. Miller, M. H. 1958. The cost of capital, corporation finance and theory of investment. American Economic Review, 48: 261-297.

Moutinho, L. & Hutcheson, G. (2008). *Statistical Modelling for Management*. London: SAGE.

Myers, S. & Majluf, N. (1984), *Corporate Financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*, Journal of Financial Economics, 13:187-221

Mulligan, C. B. 1997. The demand for money by firms: some additional empirical results. Discussion Paper 125, Institute for Empirical Macroeconomics ,Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Neves, J. (2012), *Análise e Relato Financeiro- Uma visão integrada de gestão*, Alfragide, Texto

Nikolov, B. & Whited, M. T. 2009. Agency conflicts and cash: Estimates from a structural model. Working Paper No. 10-02, The University of Rochester Simon Graduate School of Business, New York.

Nogueira, M. & Omar, C. 2012. The determinants of cash for latin American firms. The International Journal of Business and Finance Research, 6: 121-133.

Oliveira, R. (2013). *Análise da relação entre stock de liquidez e Cash-flow*. Universidade Católica Portuguesa Porto. Tese de Mestrado não publicada.

Opler, T., Pnkwitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999), *The determinants and implications of corporate cash holdings*, Journal of Financial Economics 52:3-46

Ozkan, A. & Ozkan, N. 2002. *Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies*. Working paper, University of York.

Peterson, M. & Rajan, R. 2000. Does distance still matter? The information revolution in Small Business Lending. Working paper, Eleventh Annual Utah Winter Conference.

Pinkowitz, L. & Williamson, R. (2001), *Bank power and cash holdings: Evidence from Japan*. Review of Financial Studies, 14:1059-1082

Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (2006), *Do firms in countries with poor protection of investor rights hold more cash?* Journal of Finance, 61:2725-2751

Pinto, J. & Curto, J. (1999). *Estatística para Economia e Gestão. Instrumentos de Apoio à Tomada de Decisão*. Lisboa: Edições Sílabo.

Rajan, G. R. & Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. Journal of Finance, 50: 1421-1460.

Silva, A., Lopes, C. (2015), Os determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Exportadoras Portuguesas. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças Empresariais. Instituto Politécnico do Porto- Escola Superior de Estudos Industriais e de Gestão.

Silva, J. e Ferreira, P. (2018), *Princípios de gestão financeira*, Lisboa, Rei dos Livros

Stulz, R. (1990), Managerial discretion and optimal financing policies, Journal of Financial Economics. 26:3-27

Teixeira, N. (2008). *A caracterização da estrutura financeira do sector das tecnologias de informação; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Finanças* (edital nº 682/2008).

Teixeira, N. (2006). *A demonstração de fluxos de caixa e a informação para gestão; Estudo apresentado no âmbito do Concurso de provas públicas para Professor Adjunto na ESCE na área científica de Contabilidade* (edital nº 317/2006).

Teixeira, N. & Parreira, J. (2014). *Determinantes da estrutura de capitais do sector das tecnologias de informação*. XXIV Jornadas Luso Espanholas; Leiria

Teixeira, N., Carreira, F., Pardal, P. & Mata, C. (2010). *The contribution of financial information for stock price value*. Cardiff: BAA Annual Conference.

Teixeira, N., Leote, F., Pardal, P. & Brites, R. (2008). *Determinants of Financing Decision on the 500 Major and Best Portuguese Companies*. Cluj Napoca: 3rd Audit and Accounting Convergence.

Sites:

Pordata Base de Dados Portugal Contemporâneo: www.pordata.pt

INDEG-ISCTE Executive Education: www.indeg.iscte-iul.pt

5. ANEXOS

Modelo Liquidez

Correlações

Covariance Analysis: Ordinary
 Date: 10/11/19 Time: 11:19
 Sample: 1 250
 Included observations: 241
 Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation Probability	LIQUIDEZ	PESO DO...	RISCO ME...	DIMENSÃO...	OPORTUN...	ATIVOS S...	PCP	AL	PMLP	AL	RENDIBILI...	PESO DO...	Z SCORE
LIQUIDEZ	1.000000 -----												
PESO_DOS_ME...	0.176828 0.0059	1.000000 -----											
RISCO_MEIOS_L...	0.002187 0.9731	0.215284 0.0008	1.000000 -----										
DIMENSÃO_ATI...	-0.171117 0.0078	-0.067448 0.2970	-0.012540 0.8464	1.000000 -----									
OPORTUNIDADE...	0.091690 0.1559	0.711520 0.0000	0.113226 0.0794	0.018571 0.7742	1.000000 -----								
ATIVOS_SUBSTI...	-0.197672 0.0020	-0.049378 0.4454	0.147992 0.0216	-0.326972 0.0000	0.187225 0.0035	1.000000 -----							
PCP__AL	-0.299878 0.0000	-0.127737 0.0476	0.131471 0.0414	-0.128694 0.0460	0.242737 0.0001	0.420197 0.0000	1.000000 -----						
PMLP__AL	-0.065986 0.3076	-0.252429 0.0001	0.030243 0.6404	0.249814 0.0001	-0.213577 0.0008	-0.364389 0.0000	-0.243651 0.0001	1.000000 -----					
RENDIBILIDADE...	0.259948 0.0000	0.790399 0.0000	0.304445 0.0000	0.094049 0.1455	0.583708 0.0000	-0.114181 0.0769	-0.267698 0.0000	-0.098388 0.1277	1.000000 -----				
PESO_DOS_LU...	0.056293 0.3843	0.512680 0.0000	0.022790 0.7248	0.009342 0.8853	0.320753 0.0000	-0.012960 0.8414	-0.162195 0.0117	-0.137096 0.0334	0.380923 0.0000	1.000000 -----			
Z_SCORE	0.410734 0.0000	0.185786 0.0038	-0.032673 0.6138	-0.339460 0.0000	0.127105 0.0487	0.236823 0.0002	-0.240551 0.0002	-0.297396 0.0000	0.118817 0.0656	0.159144 0.0134	1.000000 -----		

Modelo inicial

Dependent Variable: LIQUIDEZ
 Method: Least Squares
 Date: 10/11/19 Time: 11:21
 Sample: 1 250
 Included observations: 241

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.298502	0.069223	4.312191	0.0000
PESO_DOS_MEIOS_LIBERTOS_	-0.271724	0.105733	-2.569914	0.0108
RISCO_MEIOS_LIBERTOS_LIQ	0.000979	0.001534	0.638288	0.5239
DIMENSÃO_ATIVO_LIQUIDO_	-0.015637	0.004791	-3.263719	0.0013
OPORTUNIDADES_DE_INVESTI	0.067019	0.035511	1.887301	0.0604
ATIVOS_SUBSTITUTOS_ATIV	-0.157008	0.030835	-5.091851	0.0000
PCP__AL	-0.057181	0.037443	-1.527123	0.1281
PMLP__AL	-0.056597	0.047262	-1.197508	0.2323
RENDIBILIDADE_OPERACIONA	0.308266	0.104814	2.941072	0.0036
PESO_DOS_LUCROS_DISTRIBU	-0.063794	0.076778	-0.830888	0.4069
Z_SCORE	0.016922	0.002979	5.680901	0.0000
R-squared	0.340179	Mean dependent var	0.054296	

Adjusted R-squared	0.311491	S.D. dependent var	0.090891
S.E. of regression	0.075418	Akaike info criterion	-2.286974
Sum squared resid	1.308209	Schwarz criterion	-2.127917
Log likelihood	286.5804	Hannan-Quinn criter.	-2.222893
F-statistic	11.85793	Durbin-Watson stat	1.892127
Prob(F-statistic)	0.000000		

Multicolinearidade

Variance Inflation Factors
Date: 10/11/19 Time: 11:24
Sample: 1 250
Included observations: 241

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.004792	203.0322	NA
PESO_DOS_MEIOS_LIBERTOS_	0.011179	10.76949	5.033339
RISCO_MEIOS_LIBERTOS_LIQ	2.35E-06	1.342865	1.342681
DIMENSAO_ATIVO_LIQUIDO_	2.30E-05	121.1558	1.382292
OPORTUNIDADES_DE_INVESTI	0.001261	4.893471	3.401137
ATIVOS_SUBSTITUTOS_ATIV	0.000951	13.82039	1.684063
PCP__AL	0.001402	14.27504	2.323032
PMLP__AL	0.002234	2.634508	1.499415
RENDIBILIDADE_OPERACIONA	0.010986	5.436652	3.531351
PESO_DOS_LUCROS_DISTRIBU	0.005895	1.831438	1.414027
Z_SCORE	8.87E-06	4.694469	1.556873

Heterocedasticidade

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	8.517254	Prob. F(65,175)	0.0000
Obs*R-squared	183.1167	Prob. Chi-Square(65)	0.0000
Scaled explained SS	507.4931	Prob. Chi-Square(65)	0.0000

Modelo corrigido de heterocedasticidade

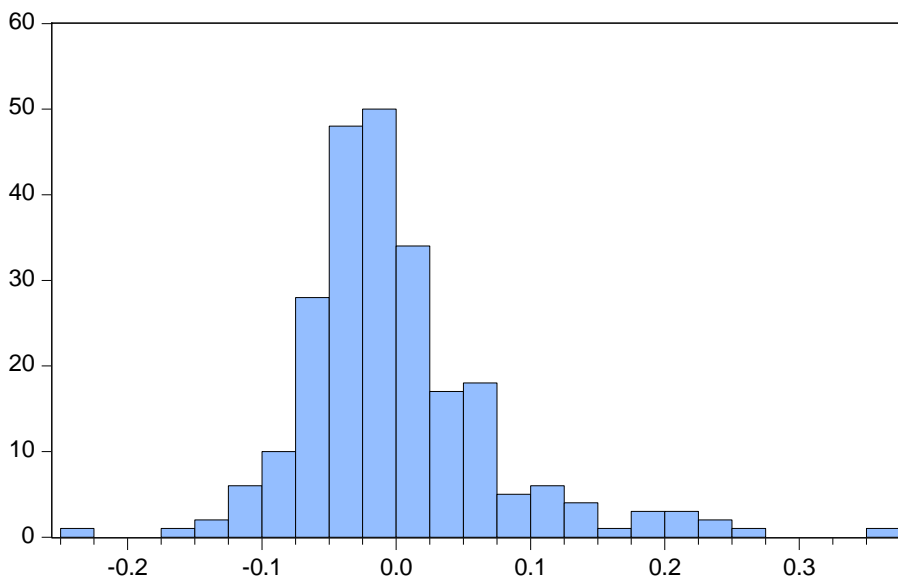
Dependent Variable: LIQUIDEZ
Method: Least Squares
Date: 10/11/19 Time: 11:25
Sample: 1 250
Included observations: 241
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.298502	0.076188	3.917942	0.0001
PESO_DOS_MEIOS_LIBERTOS_	-0.271724	0.165352	-1.643307	0.1017
RISCO_MEIOS_LIBERTOS_LIQ	0.000979	0.001345	0.727937	0.4674
DIMENSAO_ATIVO_LIQUIDO_	-0.015637	0.004461	-3.504974	0.0005
OPORTUNIDADES_DE_INVESTI	0.067019	0.054630	1.226781	0.2212

ATIVOS_SUBSTITUTOS__ATIV	-0.157008	0.036110	-4.348087	0.0000
PCP__AL	-0.057181	0.043701	-1.308459	0.1920
PMLP__AL	-0.056597	0.049080	-1.153146	0.2500
RENDIBILIDADE_OPERACIONA	0.308266	0.144807	2.128804	0.0343
PESO_DOS_LUCROS_DISTRIBU	-0.063794	0.092530	-0.689444	0.4912
Z_SCORE	0.016922	0.006803	2.487295	0.0136

R-squared	0.340179	Mean dependent var	0.054296
Adjusted R-squared	0.311491	S.D. dependent var	0.090891
S.E. of regression	0.075418	Akaike info criterion	-2.286974
Sum squared resid	1.308209	Schwarz criterion	-2.127917
Log likelihood	286.5804	Hannan-Quinn criter.	-2.222893
F-statistic	11.85793	Durbin-Watson stat	1.892127
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	4.430652
Prob(Wald F-statistic)	0.000010		

Normalidade



Series: Residuals	
Sample 1 250	
Observations 241	
Mean	-9.15e-17
Median	-0.011810
Maximum	0.367805
Minimum	-0.240642
Std. Dev.	0.073830
Skewness	1.377912
Kurtosis	7.085700
Jarque-Bera	243.8871
Probability	0.000000

Linearidade

