



Business & Economics School
Instituto Superior de Gestão

**Gestão de Tesouraria: O impacto da atual crise económica e
financeira nas PME portuguesas**

José Luís Guimarães Nunes

Dissertação apresentada no Instituto Superior de Gestão para
obtenção do Grau de Mestre em Gestão Financeira

Orientador: Professor Doutor Miguel Varela

Co-orientadora: Professora Doutora Helena Curto

Lisboa

2016

Resumo

A crise económica e financeira despoletada nos EUA em 2007 teve um impacto devastado na economia dos países, empresas e famílias, e que ainda hoje se fazem sentir. Portugal foi um dos países fortemente afetados, culminando com o resgate financeiro em 2011, pelo que todos os seus efeitos limitaram e dificultaram o crescimento económico do país e consequentemente o crescimento das empresas.

O estudo tem como principal objetivo analisar o desempenho económico e financeiro da média das PME portuguesas não financeiras e identificar quais as determinantes da tesouraria líquida, em períodos de estabilidade ou de crise económica.

Os dados utilizados, indicadores económicos e financeiros, foram obtidos na plataforma do Banco de Portugal, e após o tratamento destes dados, foi efetuada a regressão linear múltipla com dados em painel.

Embora o estudo contribua com evidência empírica para a temática da gestão de tesouraria, a utilização de outro tipo de dados além de dados financeiros complementaria o estudo.

A análise descritiva mostra que a média das PME em estudo apresentam uma tesouraria líquida negativa, apresentando uma melhoria a partir do ano de 2009.

Os resultados da regressão revelam que as variáveis independentes (dimensão, endividamento, maturidade do passivo, oportunidades de crescimento e o ciclo de conversão de caixa) são determinantes da tesouraria líquida. Os resultados revelam ainda que a crise não possui capacidade explicativa quanto à tesouraria líquida, resultado divergente de estudos efetuados anteriormente.

Este estudo contribui para uma melhor compreensão das decisões quanto à gestão de tesouraria das empresas portuguesas, auxiliando como instrumento de gestão para as empresas e os seus gestores.

Palavras-chave: Crise; Equilíbrio financeiro; Tesouraria líquida; PME.

Abstract

The economic and financial crisis triggered in the US in 2007 had a devastating impact on the economy of countries, companies and families that is still being felt today. Portugal was one of the heavily affected countries, culminating in the bailout in 2011, so all its effects limited and hampered the economic growth of the country and consequently the growth of companies.

The study aims to examine the economic and financial performance of the average non-financial Portuguese SMEs and identify the determinants of net cash, in periods of stability or economic crisis.

The data used, economic and financial indicators, were obtained on the platform of the Banco de Portugal (Bank of Portugal), and after the processing of these data, multiple linear regression was performed with panel data.

Although the study provides empirical evidence for the issue of treasury management, the use of other data as well as financial data complement the study.

The descriptive analysis shows that the average SME in the study shows a negative net cash, representing an improvement since the year 2009.

The regression results show that the independent variables (dimension, debt, maturity of liabilities, cash conversion cycle and growth opportunities) are determinants of net cash. The results also reveal that the crisis does not have explanatory power in relation to the net cash, unlike the results shown in previous studies.

This study contributes to a better understanding of decisions on cash management of Portuguese companies, assisting as a management tool for companies and their managers.

Keywords: Crisis; Financial balance; Net cash; SME.

Agradecimentos

A conclusão deste estudo não seria possível sem a ajuda de todos que direta ou indiretamente me apoiaram, aos quais quero endereçar os meus sinceros agradecimentos.

Ao Professor Doutor Miguel Varela, pela espontânea disponibilização para orientador deste trabalho que me permitiu dar os primeiros passos para concluir este meu objetivo.

À minha co-orientadora, Professora Doutora Helena Curto, por todo o apoio, disponibilidade e palavras de incentivo determinantes para terminar este trabalho.

À minha família, quem sempre me apoiou e incentivou em todo o percurso académico, pois sem eles nada disto seria possível.

Um agradecimento especial à minha namorada, por toda a paciência e apoio que demonstrou nos momentos mais difíceis.

Obrigado!

Tabela abreviaturas

CCC	Ciclo de Conversão de Caixa
DIM	Dimensão
END	Endividamento
EUA	Estados Unidos da América
FM	Fundo Maneio
FMF	Fundo de Maneio Funcional
FMI	Fundo Monetário Internacional
INE	Instituto Nacional de Estatística
IREF	Iniciativa de Reforço de Estabilidade Financeira
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
NFM	Necessidades em Fundo de Maneio
OPC	Oportunidades de Crescimento
PEC	Programa de Estabilidade e Crescimento
PME	Pequenas e Médias Empresas
PMP	Prazo Médio de Pagamentos
PMR	Prazo Médio de Recebimentos
SPSS	Statistical Package for the Social Sciences
TRE	Taxa de Rotação de Existências
TRL	Tesouraria Líquida
UE	União Europeia
VD	Variável Dependente
VI	Variável Independente
VIF	Variance Inflation Factor

Índice

Resumo	I
Abstract.....	II
Agradecimentos	III
Tabela abreviaturas.....	IV
Índice de figuras	VII
Índice de tabelas	VIII
Índice de gráficos.....	IX
1. Introdução.....	1
1.1. Temática.....	1
1.2. Descrição do problema ou questões de partida.....	2
1.3. Objetivos.....	4
1.4. Estrutura da dissertação	5
2. Revisão da literatura.....	7
2.1. A crise económica.....	7
2.1.1. Origem e causas da crise económica mundial	7
2.1.2. Enquadramento económico-financeiro em Portugal	9
2.2. Gestão financeira	11
2.3. Gestão de tesouraria.....	12
2.3.1. Fundo de maneo	16
2.3.2. Equilíbrio financeiro.....	17
2.3.3. Liquidez	20
2.3.4. Disponibilidades	20
2.3.5. Ciclos financeiros	22
2.3.6. Ativo circulante	23
2.3.7. Exigível a curto prazo.....	23
2.3.8. Rácios de funcionamento.....	24

2.3.9.	Fontes de financiamento	25
2.4.	Modelo de análise	29
3.	Métodos.....	35
3.1.	Procedimentos e desenho da Investigação.....	35
3.2.	Recolha dos dados	37
3.3.	População, amostra e participantes.....	37
3.4.	Tratamento dos dados	38
4.	Análise de dados obtidos e discussão.....	40
4.1.	Análise descritiva.....	40
4.2.	Análise descritiva por classe dimensional	43
4.3.	Correlação entre as variáveis	47
4.4.	Análise do modelo de regressão	49
5.	Conclusões, contributos, limitações e linhas para futuras investigações.....	54
5.1.	Conclusões.....	54
5.2.	Contributos, limitações e linhas para futuras investigações	55
6.	Bibliografia.....	56
Anexos.....		i
Correlações entre variáveis		ii
Diagnóstico de multicolinearidade		iii
Modelo de regressão		iv
Modelo de regressão (Crise).....		v

Índice de figuras

Figura 1 - Gestão de tesouraria - Visão sistémica	13
Figura 2 - Gestão de tesouraria para pequenas empresas	15
Figura 3 - Representação gráfica de fundo de maneo	16
Figura 4 - O fundo de maneo funcional	18
Figura 5 – Necessidades de fundo de maneo.....	19
Figura 6 - Representação gráfica dos ciclos financeiros	22
Figura 7 - Representação gráfica do modelo de análise	34
Figura 8 - Classificação das dimensões das sociedades	38

Índice de tabelas

Tabela 1 - Análise descritiva das PME.....	40
Tabela 2 - Análise descritiva por classe dimensional.....	44
Tabela 3 - Matriz de correlações	48
Tabela 4 - Diagnóstico de multicolinearidade.....	49
Tabela 5 - Modelo de regressão.....	50
Tabela 6 - Modelo de regressão (Crise)	53

Índice de gráficos

Gráfico 1 - Empresas não financeiras em Portugal	4
Gráfico 2 - Oportunidades de crescimento	41
Gráfico 3 - Ativo total	41
Gráfico 4 - Endividamento	42
Gráfico 5 - Maturidade passivo	42
Gráfico 6 - Oportunidades de crescimento	43
Gráfico 7 - Ciclo de conversão de caixa.....	43

1. Introdução

1.1. Temática

A atual crise económica internacional que teve início nos Estados Unidos da América em 2007, rapidamente se alastrou a nível internacional, originando dessa forma uma das maiores crises financeiras e económicas vividas até aos dias de hoje.

Se existe um consenso entre vários autores de que a crise financeira se iniciou no segmento subprime, existe uma certa divergência entre as causas da mesma.

Segundo Krugman (2010), o principal responsável foi o sistema bancário sombra “shadow banking system”, já Schlenkhoff (2009) aponta a política monetária e fiscal praticada nos anos que antecederam a crise financeira, a excessiva importância e poder dado aos bancos, o sistema monetário Bretton Woods e ainda o choque tecnológico.

Aiginger (2009) aponta como principal motivo o “fácil” acesso ao crédito no mercado imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA), ou seja, o acesso ao crédito hipotecário por parte das famílias mais desfavorecidas e com um elevado grau de risco de incumprimento.

As baixas taxas de juro são apontadas por vários autores, nomeadamente Vítor Bento (2009), António Nogueira Leite (2009) e Sebastian Paulo (2011), como uma das principais causas, originando um excesso de poupança dos países emergentes como a China, comparativamente com as necessidades de capital existente. A especulação efetuada com os produtos estruturados, em vez de serem utilizados para a cobertura de risco, também tiveram grande impacto para a presente crise.

Agências de Rating, indiretamente, também são responsáveis pela atual crise, pois são extremamente importantes no atual sistema financeiro, e as suas avaliações são deveras importantes para a decisão de investimento das mais variadas instituições financeiras.

Esta crise iniciada em 2007 nos EUA, que começou por ser financeira e se tornou económica, considerava-se que apenas iria atingir os EUA e facilmente seria controlado, o que não se verificou.

Com a crise a ser alastrada pela Europa, Portugal foi um dos países fortemente atingido, sendo a situação agravada a partir de 2008, atingindo o seu “pico” em 2009.

Segundo os dados do Banco de Portugal (2011, p. 33), Portugal em 2009 apresentava a seguinte situação:

- Diminuição do consumo privado de 1,1%;
- Diminuição das exportações nacionais de 11,6% assim como uma diminuição das importações de 10,6%;

- Diminuição do PIB de 2,5%;
- Aumento da dívida pública para 83% do PIB nacional;
- Aumento do déficit orçamental de 3,5% em 2008 para 10,1% em 2009.

Todos estes fatores, aliados à crise económica e financeira mundial, foram determinantes para a economia Portuguesa e especialmente para as empresas.

A gestão de tesouraria é um fator crítico e de grande importância para a atividade das empresas, pois tem por base a gestão dos ativos e passivos circulantes que são fundamentais para futuro das empresas, podendo comprometer o seu crescimento e até mesmo a sua sobrevivência.

Com o surgimento da mais recente crise económica e financeira mundial em 2007, que causou uma recessão económica e consequentemente uma diminuição dos fluxos financeiros das empresas, a tesouraria destas foi fortemente atingida negativamente.

Embora seja mais frequente as empresas depararem-se com problemas de falta de liquidez, e como medida para combater a mesma se opte pelo financiamento de terceiros ou ao recurso de capitais próprios, a gestão de tesouraria engloba também a aplicação dos excedentes de liquidez para obter a melhor remuneração possível.

Novamente, as consequências da crise económica e financeira tiveram um forte impacto tanto no financiamento como na aplicação dos fundos, consoante o caso seja a falta ou o excedente de liquidez, respetivamente, atendendo à volatilidade das taxas de juro e de câmbio, sendo que, mais uma vez surge a necessidade de uma correta gestão de tesouraria.

Com isto, surge a necessidade de verificar e comparar as empresas não financeiras com atividade em Portugal quanto à situação financeira e às estratégias desenvolvidas por estas antes do início da crise e depois de iniciada a crise, por forma a obter os melhores resultados a nível de tesouraria.

1.2. Descrição do problema ou questões de partida

A tesouraria de uma organização pode ser considerada o epicentro da mesma, pois todos os departamentos estabelecem uma ligação direta ou indireta com a mesma na execução das suas atribuições.

Direta ou indiretamente, todas as áreas da empresa mantêm algum tipo de vínculo com a área de tesouraria. Se numa empresa existem as áreas industrial, comercial e administrativa, todas elas fornecem informações e dados para a elaboração da provisão do fluxo de caixa. Praticamente todos os atos praticados por outras áreas acabam transformando-se em

contas a pagar ou a receber. E conseqüentemente, os seus valores transitam pela tesouraria. (Hoji, 2000, p. 137).

A gestão financeira de uma empresa é fundamental, essencialmente quando a empresa se depara com dificuldades financeiras mediante os desafios que enfrenta. *“...a função financeira e a necessidade de uma gestão eficaz dos problemas financeiros aumentam a importância, em resultado da escassez de recursos financeiros, das necessidades de investimento... do dinamismo da atividade económica e do aumento da competitividade...”*. (Nabais & Nabais, 2007, p. VII)

Sendo a liquidez de tesouraria, ou a falta dela, um dos principais problemas para a insolvência das empresas, torna-se importante observar o comportamento destas em dois períodos diferentes e recentes (antes da crise económica e financeira de 2007 e após o início da crise), que alteraram a economia e conseqüentemente as empresas.

Como referido pelo presidente do banco BIC, Luís Amaral, *“as pequenas e médias empresas, com capital social reduzido, têm problemas de liquidez”* (Tvi24/LF, 2014)

Também o Jornal Expresso refere que *“Empresas europeias dizem-se sufocadas com falta de liquidez. Atraso nos pagamentos e faturas incobráveis estão a impedir 40% das companhias de contratarem mais pessoal”* (Pereira, 2014).

No mesmo artigo é referido que segundo Lars Wollung, presidente do Grupo Intrum Justitia *“as conseqüências nos atrasos dos pagamentos assume-se como uma ameaça real à competitividade e ao bem-estar na Europa”... “Os mais afetados por este problema são as pequenas e médias empresas”*. (Pereira, 2014).

A União Europeia (UE) identificou também um problema de tesouraria nas empresas e como medida para inverter esta situação difundiu a Diretiva 7 do Parlamento Europeu e do Conselho, que seria aplicado em Portugal através do DL n.º 62/2013, de 10 Maio na qual referia o seguinte:

Atrasos de pagamento desta natureza afectam a liquidez e complicam a gestão financeira das empresas... põem em causa a competitividade e a viabilidade das empresas, quando o credor é forçado a recorrer a financiamento externo devido a atrasos de pagamento. O risco destes efeitos perversos aumenta grandemente em períodos de recessão económica, quando o acesso ao crédito é mais difícil. (Parlamento Europeu e do Conselho, 2011, p. L 48/1).

Com a recente crise de 2007 que levou a uma contração do crédito, as pequenas e médias empresas (PME) foram as principais afetadas pois dependem mais do financiamento através de empréstimos bancários do que as grandes empresas, conforme refere Paulo (2011).

Como se pode verificar nos artigos acima mencionados, a falta de liquidez põe em causa a saúde financeira das empresas, especialmente as PME.

Através dos dados do Instituto Nacional de Estatística (INE), verifica-se que a crise económica e financeira teve um impacto negativo no número das PME não financeiras em Portugal, contribuindo para a diminuição destas a partir do ano de 2009.



Gráfico 1 - Empresas não financeiras em Portugal
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de INE

Deste modo, é pertinente analisar o comportamento das PME em Portugal e verificar quais os fatores que alteraram nos últimos anos para compreender o comportamento destas em busca do crescimento e sobrevivência, nas quais, a gestão de tesouraria assume um papel fundamental para conseguir resultados capazes de suprir os problemas de liquidez que as afetam.

1.3. Objetivos

O principal objetivo deste trabalho é analisar o impacto da crise no desempenho económico e financeiro da média das PME portuguesas não financeiras, mais concretamente ao nível da gestão de tesouraria e compreender quais as variáveis que influenciaram esse desempenho. O período de análise será entre os anos de 2006 a 2014, ou seja, após instalada a presente crise económica e tendo como período de comparação o período anterior a referida crise.

Para isso, é pretendido verificar quais as diferenças a nível das demonstrações financeiras das empresas relativamente ao período pré e pós crise económica e financeira, tendo especial incidência ao nível da tesouraria. Neste estudo destacamos os seguintes objetivos específicos:

- Analisar o comportamento da média das PME ao longo dos anos em estudo, por forma a compreender a oscilação do seu desempenho de tesouraria;
- Verificar se a crise económica e financeira em Portugal teve um impacto significativo na tesouraria das empresas em estudo;
- Identificar estratégias tomadas pelas empresas para se adaptarem ao período de recessão económica por forma a possuírem uma gestão de tesouraria eficiente para o bom funcionamento destas empresas;
- Compreender de que forma, as variáveis independentes deste estudo (Dimensão; Endividamento; Maturidade do Passivo; Oportunidades de Crescimento e Ciclo de Conversão de Caixa), influenciaram a performance da média da Tesouraria das PME;

Com este trabalho pretende-se descrever e analisar a evolução da situação financeira das empresas em estudo, num período em que a economia onde estas estão inseridas apresenta resultados positivos, assim como, num período de crise económica e financeira, com um plano de austeridade instaurado no país onde laboram, além de comparar os resultados do desempenho entre os períodos identificados.

Desta forma, pretende-se contribuir, embora de uma forma modesta, para que no futuro as empresas possam precaver-se e tomar medidas que possam ser determinantes em períodos menos prósperos da economia interna ou internacional.

1.4. Estrutura da dissertação

Após esta breve introdução, no segundo capítulo será elaborada a revisão da literatura, sendo efetuada uma breve abordagem sobre o atual paradigma da economia e a sua evolução desde o início da crise económica e financeira até aos dias de hoje.

Seguidamente, será abordada a gestão de tesouraria e os seus conceitos inerentes, segundo autores como Lacrampe e Causse, Meunier, Menezes, e ainda alguns indicadores

relacionados com a mesma (equilíbrio financeiro; ciclos financeiros; liquidez; ativo circulante; passivo circulante; fontes de financiamento), importantes para a análise dos dados obtidos.

No terceiro capítulo será abordado o método de análise (quantitativo) através da análise de dados recolhidos (pesquisa descritiva) e identificada a fonte de obtenção dos Dados (INE e Banco de Portugal), assim como, a forma de tratamento dos dados sobre a gestão financeira da média das PME portuguesas não financeiras.

No quarto capítulo são analisados os dados recolhidos por forma a obter resposta aos objetivos propostos neste estudo.

No quinto e último capítulo serão apresentadas as conclusões, os contributos para os gestores, limitações do estudo e linhas para futuras investigações.

2. Revisão da literatura

2.1. A crise económica

2.1.1. Origem e causas da crise económica mundial

Recuando ao dia 12 de março de 2007, dia que ficaria marcado pela acentuada queda das bolsas norte-americanas, após ter sido noticiado que o crédito mal parado cresceu para os níveis de 2003 relativamente ao segmento habitação.

Foi este o primeiro “alarme” a soar, antevendo uma crise no sector financeiro imobiliário e fazendo da Bear Stearns e da Lehman Brothers as suas principais “vítimas”, facto este, que contribuiu para que o banco americano JPMorgan comprasse o banco de investimento Bear Stearns um ano depois.

No entanto, o acontecimento que desencadeou a propagação da crise financeira internacional, foi a falência do Banco de Investimento Lehman Brothers em setembro de 2008 e que gerou o pânico mundial.

Todos estes acontecimentos fazem levantar uma “nuvem negra” sobre a economia mundial, recordando a crise de 1929, e conseqüentemente surgem as comparações entre estes dois períodos. De acordo com Mazzucchelli (2008), a elevada incerteza decorrente da crise económica mundial contribuiu para o surgimento de comparações entre o momento atual e a Grande Depressão que assolou o mundo entre 1929 e 1933.

Depois destes acontecimentos, assistimos a várias intervenções quer pela Reserva Federal quer pelos bancos centrais europeus ao injetar liquidez nos mercados, além dos planos de resgate e nacionalizações efetuadas pelo Estado em bancos de diversos países. Este é um facto também mencionado por Mazzucchelli (2008), no qual refere que as entidades estatais estão nesta altura mais preparadas e dispostas para intervencionar na economia o que ajuda a projetar um futuro menos sombrio para a evolução da crise.

Se Mazzucchelli (2008) defendia a teoria de que as entidades estatais estavam preparadas para contrariar a evolução da crise de 2007, hoje verifica-se precisamente o contrário, pois não houve capacidade para tal.

Na opinião de Vítor Bento (2009), a verdadeira interpretação das causas da crise de 2007 apenas será conseguida com mais distanciamento e informação do que existe neste momento. No entanto, são já vários os autores que identificam causas para a mesma, sendo muitas destas causas do consenso de vários autores.

Quanto à origem da crise financeira (e que se tornou crise económica) Krugman (2009), Bento (2009), Machado (2009), Leite (2009) e Paulo (2011) são unânimes e referem que a

mesma surgiu no mercado do crédito hipotecário de alto risco (subprime) o que levou à bolha especulativa no mercado imobiliário dos EUA.

Krugman (2009) aponta como causas para a origem da crise a passividade do Federal Reserve relativamente a sobrevalorização dos imóveis nos EUA, o não aumento da taxa de juro e ainda a diminuição da fiscalização nas instituições fornecedoras de crédito.

Para Paulo (2011) a origem da crise deveu-se a falhas de regulação e de supervisão financeira, pois para o autor a regulação e supervisão assentava em pressupostos económicos demasiado favoráveis derivado da abundância de liquidez e taxas de juro baixas.

Os principais responsáveis pela crise financeira identificados por Bento (2009), Machado (2009), Leite (2009) são os reguladores financeiros, os bancos centrais (mantiveram taxas de juro baixas), gestores (tendo em conta que os seus objetivos não vão de encontro com o desenvolvimento e a sustentabilidade das empresas, pois apenas procuram o máximo resultado no imediato), os especuladores, as agências de *rating* e por fim os teóricos (que se baseiam e agem de acordo com a teoria de que o mercado autorregula-se).

Segundo os autores, podemos concluir que ao contrário do que Mazzucchelli (2008) previa, as entidades estatais e as demais instituições reguladoras e de supervisão não estavam preparadas para uma crise financeira (e posteriormente económica) desta dimensão, sendo até consideradas responsáveis pela sua origem e propagação.

Relativamente a Portugal, e derivado dos acontecimentos ocorridos a nível internacional, é em novembro de 2008 que o Governo Português toma umas das medidas de combate à crise nacional (um marco no que se refere à crise no sector financeiro português) ao nacionalizar o Banco Português de Negócios.

A crise da dívida soberana na área do euro, resultante da crise económica e financeira, veio expor os desequilíbrios macroeconómicos já existentes da economia portuguesa.

Sendo a economia portuguesa uma economia marcada ao longo dos tempos por um crescimento reduzido, derivado dos elevados níveis de endividamento nas empresas e de uma taxa de retorno dos investimentos limitada; alteração dos fluxos migratórios, onde assistimos a saída de imigrantes e de emigrantes nacionais, contribuindo para a redução da população ativa; elevadas taxas de desemprego; diminuição do consumo privado; diminuição do PIB; aumento da dívida pública; aumento do défice e diminuição das importações e exportações, conforme referido no relatório preliminar do Centro de Estudos Sociais da Universidade de Coimbra (2013), a crise apenas veio expor ainda mais todos estes fatores.

Todos estes fatores foram determinantes para as agências de *rating*¹ reverem em baixo o rating da dívida pública portuguesa (BBB-) e consequente aumento das taxas de juro das obrigações a 10 anos (7%), culminando com o resgate financeiro em 2011.

Desde então, temos presenciado a melhorias em alguns pontos anteriormente referidos, com alguns avanços e recuos, mas os efeitos da crise instalada em Portugal no ano de 2008 continuam ainda a retardar o crescimento económico do país e consequentemente das empresas.

2.1.2. Enquadramento económico-financeiro em Portugal

Quando é retratada a situação económica de Portugal, não é possível distanciar a análise do país relativamente à UE, pois a abordagem efetuada pela UE relativamente à crise determinou as políticas nacionais, nomeadamente em Portugal.

A crise mundial despoletada nos EUA em 2007 foi reconhecida tardiamente pelas Instituições da UE, tendo em conta que somente em março de 2008 é referida pela primeira vez nas conclusões do Conselho Europeu a palavra “crise”, embora não demonstrassem muita preocupação pois referiam que *“Os dados económicos fundamentos da economia da União Europeia mantêm-se sólidos”* (Conselho Europeu, março 2008, p. 1).

Apenas em outubro de 2008, após a falência do banco Lehman Brothers, o Conselho Europeu demonstrou-se mais apreensivo relativamente aos perigos que a UE estava exposta, derivado da crise iniciada no sistema financeiro dos EUA, quando referiu que estava determinada *“...em atuar de forma coordenada e sistemática para restabelecer o bom funcionamento do sistema financeiro”* (Conselho Europeu, outubro 2008, p. 1).

Desde março de 2008 que a UE tomou medidas para combater a crise financeira, medidas que foram alteradas ao longo do tempo, pelo que são consideradas três fases distintas.

Numa primeira fase, entendida como fase financeira (março de 2008 a dezembro de 2008), a UE focou-se na estabilidade do sistema financeiro, estabilidade essa que seria garantida com recurso a avultados recursos públicos.

É nesta fase que o Governo Português aprova a *“Iniciativa de Reforço de Estabilidade Financeira, IREF”*, que incluía o reforço dos deveres de informação e transparência das instituições financeiras, revisão do regime sancionatório, reforço das garantias dos depósitos, concessão de garantias pessoais pelo Estado e o reforço da solidez financeira. Para além destas medidas estava também incluída a privatização do Banco Português de Negócios, assim como

¹ Os ratings de crédito são uma opinião prospetiva sobre a qualidade de crédito. Os ratings de crédito expressam a opinião das agências de rating sobre a capacidade e a vontade de um emissor - seja uma corporação, ou um governo estadual ou municipal - de honrar suas obrigações financeiras, integralmente e no prazo determinado. (Standard & Poor's, 2015)

a concessão de garantias pessoais do Estado ao Banco Privado Português no valor de 450 milhões de euros (que veria a ser liquidado em 2010).

A segunda fase, a fase económica ou expansionista (dezembro de 2008 a fevereiro de 2010), o Conselho Europeu denominava a crise como “*crise económica e financeira*” (Conselho Europeu, dezembro 2008, p. 4), referindo que a UE estava a ser ameaçada pela recessão eurgia a necessidade de esta agir como um todo “*para evitar uma espiral recessiva e sustentar a atividade económica e o emprego*” (Conselho Europeu, dezembro 2008, p. 4).

A estratégia definida pelo Conselho Europeu para inverter o ciclo económico em que a União se encontrava baseava-se num conjunto de políticas orçamentais expansionistas, tais como o aumento dos gastos públicos, reduções da carga fiscal e das contribuições para a segurança social e ainda ajudas diretas às famílias e PME.

Em Portugal, como resposta aos apelos das instituições europeias, foi criada a “*Iniciativa para o Investimento e Emprego*” que continha medidas de apoio aos proprietários arrendatários de imóveis; combate a pobreza; proteção familiar; apoio a atividade empresarial; modernização das escolas; promoção das energias renováveis; modernização das infraestruturas tecnológicas; apoio à atividade económica, exportações e PME; apoio ao emprego e reforço da proteção social.

No entanto, as políticas expansionistas duraram pouco mais de um ano (até fevereiro de 2010), altura em que as preocupações da UE viraram-se para os défices e as dívidas públicas dos países por forma a garantir a estabilidade do Euro e recuperando a confiança dos mercados através da consolidação orçamental. Estava assim iniciada a terceira fase, consolidação orçamental.

No seguimento das novas estratégias definidas pela UE, o Governo Português apresentou o plano de austeridade que viria a ser conhecido como o Programa de Estabilidade e Crescimento (PEC).

O PEC 1 consistia num conjunto de medidas de contenção de despesa, nomeadamente as despesas com pessoal, sociais, consumo intermédio e investimento público, mas também incluía medidas de aumento da receita tais como a redução de deduções e benefícios fiscais, tributação extraordinária em IRS, privatizações, alterações nas empresas e participações públicas, e reforma do quadro orçamental.

No entanto em 27 de abril de 2010 são anunciadas medidas adicionais de consolidação orçamental (aumento da receita e diminuição da despesa) com o intuito de reforçar e acelerar a redução do défice excessivo e estagnar o crescimento da dívida pública. Este conjunto de medidas adicionais ficou conhecido como o PEC 2.

Entretanto, voltou a surgir a necessidade de novas medidas e um novo PEC, o PEC 3, em 29 de setembro de 2010, com um novo conjunto de medidas de consolidação orçamental como sejam os cortes das remunerações da administração pública, congelamento das pensões, aumento das taxas de IVA (Imposto sobre o Valor Acrescentado) e aumento das contribuições dos trabalhadores para a Caixa Geral de Aposentações.

Apesar de todas as medidas tomadas entre 2008 e 2010 e os respetivos ajustes, o défice orçamental havia crescido e estava situado em 350 milhões de euros, pelo que se agravou a pressão por parte das instâncias europeias.

Em 11 de março de 2011 é apresentado o PEC 4 – Programa de Estabilidade e Crescimento 2011-2014, que viria a ser rejeitado no Parlamento.

No dia 3 de maio, após reunido o Conselho de Ministros, é efetuado um pedido de ajuda externa à Comissão Europeia. No memorando de entendimento são mencionadas as fragilidades do crescimento da economia portuguesa, onde referem que Portugal ocupa a segunda posição mais baixa dos 27 países membros da UE e que este “*fraco crescimento económico é o problema fundamental*” (International Monetary Fund, 2011, p. 9). Por forma a suprir os problemas em que o país se encontra, são definidos os seguintes objetivos: promover uma trajetória de crescimento económico e de aumento da competitividade; estabilizar o sector financeiro; corrigir o desequilíbrio externo e interno, e recuperar a confiança dos mercados financeiros. A estratégia definida para atingir estes objetivos está assente na consolidação orçamental, combinando com uma desvalorização interna e com o fortalecimento da situação líquida dos bancos. Com as novas medidas (aumento das receitas públicas e redução das despesas) acordadas no memorando de entendimento, pretendia-se contrair a despesa em 7% do PIB e aumentar a receita em 3,4% do PIB.

Desde o início de execução do memorando de entendimento até aos dias de hoje, temos assistido a várias novas medidas (tanto do lado da receita com o do lado da despesa), que se mantêm até ao momento.

2.2. Gestão financeira

Segundo Lochard (1992), a gestão financeira é uma arte que tem como principais objetivos garantir a segurança e o aprovisionamento das disponibilidades, obter os fundos necessários à organização para o momento em que são necessários, efetuar o controlo e garantir que nenhum bem da empresa (em especial as disponibilidades) permaneça inutilizado ou mal utilizado e otimizar a rotação e utilização dos recursos e das aplicações.

Para Menezes (1999) a gestão financeira concentra-se sobre o estudo das decisões financeiras assumidas pela empresa e consistem na preparação, execução e no controle dessas mesmas decisões.

A gestão financeira segundo Leiritz (1994) visa alimentar a empresa de disponibilidades à medida das necessidades que vão surgindo, assegurando a melhor utilização dos recursos financeiros e efetuando um controle para que nenhum bem esteja inutilizado ou mal utilizado e assim otimizar a rotação dos recursos e das aplicações.

Para os autores acima mencionados, a gestão financeira assume um papel importante na organização, pois é responsável por todas as decisões tomadas a nível financeiro. É na gestão financeira que é definida a estratégia a executar por esta, para que todos os ativos da empresa sejam maximizados, não descuidando os compromissos assumidos com os seus credores.

Utilizando o conceito de gestão financeira apresentado por Lochard (1992), a gestão financeira é responsável por garantir as disponibilidades necessárias à atividade da empresa, mediante as adversidades encontradas sejam elas do foro interno ou externo da empresa, através da gestão dos ativos disponíveis ou recorrendo ao endividamento.

2.3. Gestão de tesouraria

A gestão de tesouraria é uma parte fulcral para o bom funcionamento de uma organização.

Se uma empresa possui conhecimento das suas necessidades financeiras, sabe onde encontrar os recursos para as suprir e como empregar esses recursos de uma forma sustentável, eficiente e responsável, então, estamos perante uma organização com capacidade de se desenvolver e combater as adversidades com que se deparará na sua laboração.

No seguinte esquema observa-se a importância da interação da tesouraria com o ambiente interno e externo da empresa, a sua complexa amplitude e relações com todo o seu meio envolvente.

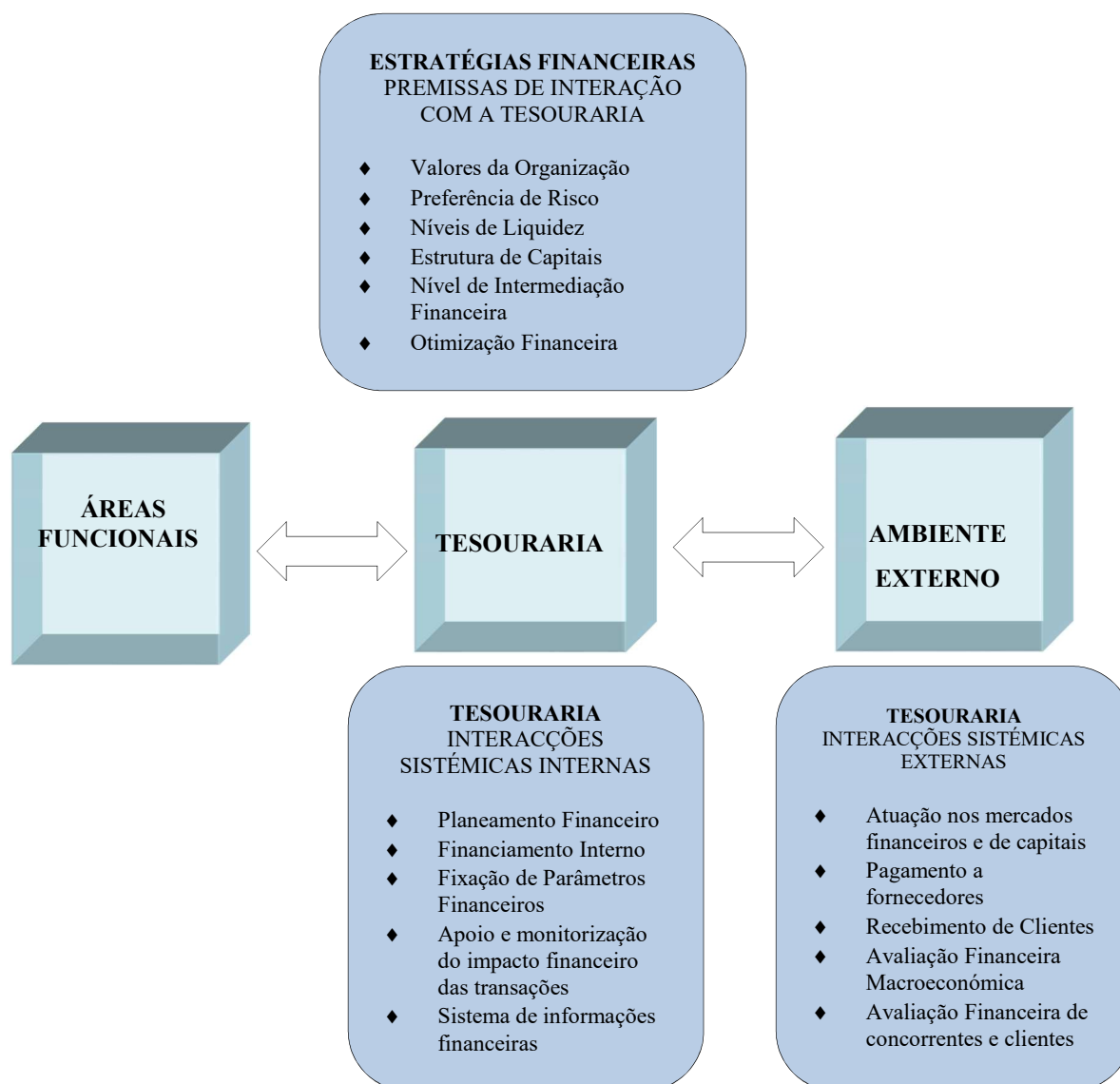


Figura 1 - Gestão de tesouraria - Visão sistêmica
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Catelli, Parisi e Santos (2001)

As definições de gestão de tesouraria que podemos encontrar segundo os vários autores, apenas se diferenciam no aprofundamento do conceito.

A gestão de tesouraria, segundo Nabais & Nabais (2007), é responsável e tem como objetivos definir o saldo médio de tesouraria, estabelecer o limite mínimo e máximo para o saldo de tesouraria, controlar as contas bancárias, minimizar os custos dos financiamentos a curto prazo, procurar formas de financiamento para suprir os défices de tesouraria, evitar que fiquem dívidas por pagar, determinar o ciclo de tesouraria de exploração, a rotação do disponível e a reserva de segurança de tesouraria.

A gestão da tesouraria ou gestão financeira de curto prazo, segundo Menezes (1999) consiste na gestão do capital circulante (exploração e extraexploração) e a gestão da dívida a

curto prazo (exploração e extraexploração), ou num sentido mais restrito como gestão do disponível².

Para o mesmo autor, a tesouraria é influenciada pela gestão do crédito a clientes, das disponibilidades e do crédito obtido a terceiros, pelo que é de extrema importância compreender os conceitos de fundo de maneiio, regra do equilíbrio financeiro mínimo e a liquidez (geral, reduzida e imediata) para se obterem bons resultados ao nível da gestão de tesouraria.

Bastardo e Gomes (1995) referem que é necessária uma especial atenção na relação entre o prazo médio de recebimentos (PMR) e o prazo médio de pagamento (PMP) para se obter um equilíbrio na gestão de tesouraria.

A definição de tesouraria apresentada por Lacrampe e Causse é a de que o “...saldo entre os recursos permanentes de que dispõe a empresa e as suas necessidades de financiamento permanentes ou, utilizando a terminologia financeira, a tesouraria é igual à diferença entre o fundo de maneiio e as necessidades de fundo de maneiio.” (Causse & Lacrampre, 1983, p. 99)

Para Meunier a tesouraria de uma empresa é a diferença entre os recursos empregues para financiar a sua atividade e as necessidades resultantes dessa mesma (ob. cit. Duarte, (2009).

A composição de um sistema de tesouraria abrange um controlo de informações oriundas de todos os departamentos da empresa. O normal funcionamento dos vários departamentos são influenciadores da tesouraria e geram informações financeiras. As vendas geram contas a receber, compras geram contas a pagar e todos estes movimentos financeiros transitam diretamente para a tesouraria da empresa, conforme referido por Hoji (2000).

²Disponível abrange: Caixa, Depósitos à Ordem, Depósitos com Aviso Prévio, Depósitos a Prazo, Clientes, Títulos a Receber (desde que facilmente mobilizáveis junto da banca), Empréstimos Bancários (já negociados e não utilizados) e as Obrigações e Outros Títulos com um mercado vasto e rapidamente acessível (títulos negociáveis). (Menezes, 1999)



Figura 2 - Gestão de tesouraria para pequenas empresas
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Hoji (2000)

A tesouraria tem como principal função a gestão financeira de curto prazo, que prevê e garante o compromisso para com os seus credores e a obtenção e administração dos meios para o mesmo, tendo sempre como farol a maximização do rendimento da empresa.

Para isto, a empresa deve considerar sempre três momentos: o passado (monitorização), o presente (controlo) e o futuro (planeamento). O passado porque é o histórico dos seus pagamentos efetuados mas também dos compromissos já assumidos e que ainda não foram pagos. O presente, pois é necessário uma correta gestão e controlo dos meios monetários que a empresa possui, e por último o futuro, em que a empresa deve planear e verificar quais as suas necessidades para os projetos a que se propõe cumprir no futuro.

Através dos conceitos apresentados, conclui-se que a gestão de tesouraria é a gestão dos ativos e passivos de curto prazo com o objetivo de fazer face as suas necessidades de tesouraria. No entanto, esta gestão de ativos e passivos de curto prazo engloba um apanágio de fatores que advém das relações internas e externas da empresa.

Para a elaboração do estudo, será utilizado como apoio o conceito apresentado por Menezes (1999) que refere a importância dos conceitos de fundo de maneo, regra do equilíbrio financeiro mínimo e a liquidez.

No subpontos seguintes, através da análise bibliográfica, serão abordados os conceitos referidos pelo autor, assim como os demais conceitos que tem uma relação direta para com estes.

2.3.1. Fundo de maneo

De acordo com Menezes (1999) o FM pode ser utilizado nas aceções de fundo de maneo bruto, composto pelo capital circulante total líquido de provisões; fundo de maneo líquido, composto pela diferença entre o capital circulante e os débitos de curto prazo; ou ainda no sentido restrito como reserva de segurança de tesouraria.

Segundo Santos o FM é entendido como:

Conjunto de valores submetidos às transformações cíclicas de curto prazo e cujo destino normal, no final de cada ciclo de exploração, é serem reutilizados em novos ciclos, para garantirem à empresa uma margem de segurança que lhe permita adequar, a todo o tempo, a cadência de transformação dos ativos, em meios líquidos, às exigências dos credores. (Santos, 1987, p. 152)

Para Neves (2000) é a margem de segurança constituída pelo excedente dos ativos circulantes em relação às dívidas de curto prazo.

Conclui-se que o FM é a diferença entre os capitais circulantes e o exigível a curto prazo, isto é, o excedente do ativo circulante que estando fora da exigência imediata pelos credores, faz parte do ciclo de exploração.

Na seguinte figura, é possível visualizar graficamente o fundo de maneo da empresa de acordo com as definições apresentadas anteriormente:

Aplicações	Origens
Imobilizado	Capitais permanentes
Fundo Maneio	
Capital circulante	Dívidas a terceiros de curto prazo

Figura 3 - Representação gráfica de fundo de maneo
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Menezes (1999)

O FM é um indicador estático, pois parte do princípio que a atividade da empresa é suspensa, e tem vindo a perder importância ao longo do tempo como indicador de gestão, sendo no entanto usual por parte das entidades fornecedoras de crédito para análise do risco financeiro numa perspetiva de curto prazo.

Para uma correta compreensão do FM não se deve ignorar a natureza e o nível da atividade da empresa, a rentabilidade e a tesouraria de exploração que são fatores decisivos para o equilíbrio financeiro a curto prazo, pelo que se torna necessário uma análise prévia à estrutura do ativo circulante.

2.3.2. Equilíbrio financeiro

Para Menezes (1999) o cumprimento da regra do equilíbrio financeiro mínimo exige que os capitais permanentes sejam iguais ao imobilizado total líquido, ou seja, que o FM seja nulo e deste modo a empresa esteja em equilíbrio financeiro, ainda que mínimo.

Segundo Neves (2000), a noção de equilíbrio financeiro é fundamental para a análise da estabilidade da empresa. Este equilíbrio é um ajuste dos fluxos financeiros, que visa garantir que a empresa tem condições para fazer face às dívidas que se vençam, mantendo um certo volume de disponibilidades. No entanto, para esta análise é necessário ter em consideração os ciclos de exploração, investimento e financiamento, pois a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante não inclui as necessidades de financiamento do ciclo de exploração.

Nabais & Nabais (2007) e Neves (2000) referem que a análise do equilíbrio financeiro tem como base o balanço funcional que dá expressão aos três ciclos (exploração, investimento e financeiro), sendo os três grandes indicadores do equilíbrio financeiro os seguintes:

- Fundo de Maneio Líquido ou Fundo de Maneio Funcional (FMF);
- Necessidades em Fundo de Maneio (NFM);
- Tesouraria Líquida (TRL).

Na análise funcional, o equilíbrio financeiro resulta da comparação entre o FMF e as NFM.

O FMF, para Neves (2000), é obtido pela diferença entre os capitais permanentes e o ativo fixo. Os capitais permanentes são os recursos estáveis determinados pela política de financiamento (aumento de capital social, excedentes criados e não distribuídos e empréstimos de médio e longo prazo), sendo os ativos fixos o resultado das aplicações de investimento que são função das decisões de investimento.

Para o cálculo do FMF devem-se comparar os capitais permanentes com o ativo fixo.

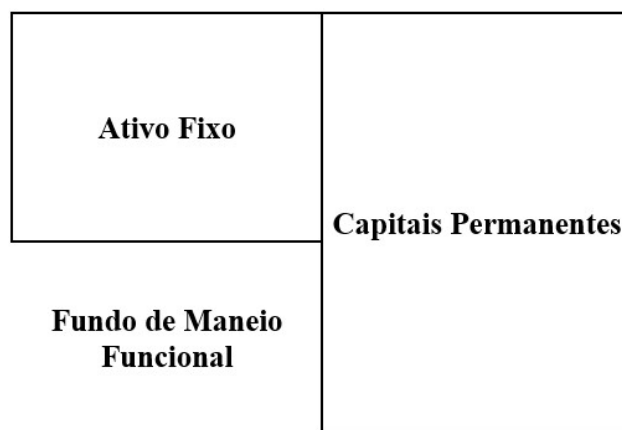


Figura 4 - O fundo de manejo funcional
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Neves (2000)

$$\text{FMF} = \text{Capitais Permanentes} - \text{Ativo Fixo}$$

Se $\text{FMF} > 0$, existe uma parte dos fundos estáveis que financia o ciclo de exploração, ou seja, é uma margem de segurança do financiamento sobre as aplicações permanentes.

Se $\text{FMF} < 0$, neste caso, a empresa encontra-se numa situação de risco porque os recursos estáveis não são suficientes face às necessidades de financiamento do ativo fixo. Parte dos ativos não estáveis estão a financiar os ativos fixos.

No entanto, segundo o autor, o fundo de manejo positivo, não é condição nem necessária nem suficiente para se considerar que existe uma situação de equilíbrio financeiro.

Para estarmos perante uma situação de equilíbrio financeiro, é necessário que o valor do FM seja adequado às NFM.

As NFM refletem a necessidade de financiamento do ciclo de exploração, ou seja, os pagamentos que são necessários efetuar (fornecedores, pessoal, outros credores) antes de receber de clientes. Tudo isto é influenciado pela política de gestão da empresa quanto ao PMP, PMR e taxa de rotação de existências (TRE).

Portanto, as NFM resultam da diferença entre as necessidades cíclicas e os recursos cíclicos.

NFM = Necessidades Cíclicas – Recursos Cíclicos

Necessidades Cíclicas	Recursos Cíclicos
• Existências;	• Fornecedores;
• Clientes;	• Adiantamentos de Clientes;
• Adiantamentos a Fornecedores;	• Estado e Outros Entes Públicos a Pagar;
• Estado e Outros Entes Públicos a Receber;	• Outros Credores de Exploração.
• Outros Devedores de Exploração.	

Figura 5 – Necessidades de fundo de manei
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Neves (2000)

Se $NMF > 0$, significa que a empresa não possui recursos cíclicos suficientes para fazer face as necessidades cíclicas, isto é, necessita de financiamento.

Se $NMF < 0$, indica que existem excedentes financeiros do ciclo de exploração e que tem capacidade para libertar fundos.

Por último, a TRL, é outro indicador do equilíbrio financeiro da empresa (e o mais objetivo), e resulta da diferença entre os recursos que são libertados das decisões de investimento e financiamento a médio/longo prazo, ou seja, o FMF e as NFM.

TRL = Fundo Maneio Funcional – Necessidades Fundo Maneio

Ou

$$TRL = \text{Tesouraria Ativa} - \text{Tesouraria Passiva}$$

Se $TRL \geq 0$, significa que o FMF é suficiente para financiar as NFM e para cobrir os riscos da atividade da empresa.

As decisões financeiras de curto prazo (como por exemplo efetuar um reembolso de um empréstimos de curto prazo, ou recorrer a um empréstimo para melhorar as disponibilidades) não vão afetar a TRL da empresa, pois esta está dependente das decisões tomadas nas inter-relações dos vários níveis de gestão e que mediante as suas decisões afetam o equilíbrio financeiro.

No entanto, deve-se ter em conta que se o saldo da TRL se aproxima de zero significa que o FMF está adequado às NFM, mas se o saldo é positivo podem existir excedentes de tesouraria com um impacto negativo sobre a rentabilidade. Quando é negativo, défice de tesouraria, a empresa está com problemas de tesouraria e poderá estar com dificuldades em cumprir com os compromissos financeiros de curto prazo, pelo que deve tomar algumas medidas como por exemplo: recorrer a descobertos bancários, negociar as dívidas de fornecedores aumentando o PMP, e diminuir PMR de modo a assegurar a atividade operacional e melhorar a liquidez.

Conclui-se que o equilíbrio financeiro é medido pela expressão $TRL = FMF - NFM$ e existirá equilíbrio financeiro se se verificar:

- $FMF > NFM$
- $FMF - NFM \geq 0$
- $TRL \geq 0$

2.3.3. Liquidez

Quando se fala em gestão de tesouraria, não podemos deixar de referir a liquidez, pois a liquidez está extremamente ligada com a gestão de tesouraria. Para Sharpe, Gordon e Bailey (1995), a liquidez é a capacidade que os investidores possuem em converter ativos em disponibilidades a um valor semelhante em relação à anterior transação efetuada com esse mesmo ativo, ou seja, liquidez refere-se à capacidade de converter facilmente um ativo em dinheiro, através de compra e venda, sem que haja uma alteração significativa do seu preço.

Para Saias, Carvalho e Amaral (1998) a liquidez é a capacidade de converter ativos em meios monetários por forma a satisfazer as necessidades financeiras de curto prazo e as obrigações para com terceiros.

Embora uma empresa possa renunciar provisoriamente aos objetivos de crescimento, resultados e desenvolvimento, o mesmo não pode fazer relativamente ao equilíbrio financeiro, pois está a pôr em causa a própria sobrevivência da organização.

2.3.4. Disponibilidades

Segundo Menezes (1999), o disponível tem uma amplitude maior na ótica da gestão financeira do que para a contabilidade geral, pois abrange caixa, depósitos à ordem, depósitos com aviso prévio, clientes, títulos a receber (desde que facilmente mobilizáveis junto da banca), empréstimos bancários (já negociados e não utilizados), obrigações e outros títulos com um mercado vasto e rapidamente acessível (títulos negociáveis).

Na ótica da gestão financeira, o disponível é composto pelos ativos líquidos por excelência (dinheiro) e aqueles que apresentam uma elevada aptidão para num pequeno espaço de tempo se converterem em disponibilidades.

Para uma correta gestão destas disponibilidades as empresas devem tomar medidas que rentabilizem ao máximo o potencial das mesmas, pelo que Nabais & Nabais (2007) refere as seguintes:

- Os valores em caixa e nos depósitos à ordem devem ser reduzidos ao mínimo;
- Arranjar alternativas de aplicação financeira em relação aos depósitos a prazo;
- Não proceder ao desconto bancário de letras, em situações em que os encargos bancários não são repercutidos nos clientes (evitar os encargos bancários);
- Negociar com os bancos as melhores formas de financiamento, de modo a evitar determinados encargos;
- Efetuar pagamentos através de transferências bancárias ou de outros meios para retardarem a sua movimentação;
- Proceder ao desconto imediato de cheques recebidos;
- Proceder ao cruzamento dos cheques emitidos para retardar o movimento bancário;
- Elaborar e efetuar um controlo sistémico do orçamento de tesouraria, de modo a detetar antecipadamente os excessos e os problemas de liquidez;
- Facilitar com frequência informações aos bancos, para que estes possam analisar antecipadamente a evolução da empresa em processos que conduzam a financiamentos;
- Controlo periódico das contas de depósitos à ordem.

2.3.5. Ciclos financeiros

Existem três ciclos de atividade (investimento, exploração e financeiro), conforme apresentado no seguinte esquema:

Ciclos	Aplicações	Recursos
Operações de Investimento	Investimento (Ativo Fixo)	Próprios e Alheios Estáveis
Operações de Exploração	Necessidades Cíclicas	Recursos Cíclicos
Operações de Tesouraria	Tesouraria Ativa	Tesouraria Passiva

Figura 6 - Representação gráfica dos ciclos financeiros
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de Nabais & Nabais (2007)

O ciclo de investimento compreende o conjunto de atividades e decisões respeitantes à análise e seleção de investimentos ou desinvestimentos em ativo fixo. Segundo Pinho e Tavares (2005) estas operações enquadram-se no âmbito das decisões estratégicas.

Para Nabais & Nabais (2007), o ciclo de exploração é complexo e abrange as atividades e decisões relacionadas com o aprovisionamento, a produção e a comercialização, ou seja, o conjunto de operações realizadas pela empresa para atingir o seu objetivo, a produção de bens/serviços para venda.

Este ciclo assenta essencialmente em fluxos monetários de entrada e saída (pagamentos e recebimentos), sendo este ciclo influenciado pela atividade da empresa e que influencia também as necessidades financeiras, devendo reduzir-se este ciclo ao máximo.

Por último, o ciclo financeiro corresponde às atividades de obtenção de fundos adequados aos investimentos e às necessidades de financiamento da exploração. Este ciclo pode dividir-se da seguinte forma:

- Operação de Capital – Obter recursos estáveis para o financiamento de ativos estáveis. Engloba decisões financeiras derivadas de opções de investimento (capital

fixo, participações financeiras e fundo de manuseio necessário) e de opções estritamente financeiras autônomas e que afetam a tesouraria;

- Operação de Tesouraria – Operações que visam gerir disponibilidades e assegurar os fundos necessários no caso de tesouraria insuficiente.

Quando não existe um desfasamento entre os fluxos financeiros e os fluxos econômicos num mesmo período, mantendo-se o mesmo imobilizado, existências, ativos financeiros e as mesmas políticas da empresa, os resultados econômicos vão refletir-se num aumento de tesouraria.

2.3.6. Ativo circulante

O ativo circulante (por vezes também designado por ativo de exploração ou ainda ativo corrente) é todo o ativo da entidade que, em situações normais, é convertido em disponibilidades (ou meios de pagamento) num prazo igual ou inferior ao tempo que dura o ciclo de exploração. Ainda segundo Saias et. al. (1998) os ativos circulantes são todos aqueles absorvidos e transformados no decurso de um só ciclo de produção e permitem uma reconstituição rápida dos valores em caixa pelo reembolso dos montantes monetários envolvidos na sua aquisição e transformação.

Os ativos circulantes distinguem-se dos ativos fixos (ou ativos imobilizados ou ainda ativos Permanentes), porque estes ao contrário dos ativos circulantes são utilizados na produção ou no apoio às diversas operações internas da entidade, não sendo convertidos em meios de pagamento.

A separação dos ativos circulantes relativamente aos restantes ativos tem especial importância na análise da estrutura financeira da empresa num horizonte de curto prazo, nomeadamente na análise da liquidez. Nos casos em que os ativos circulantes não são suficientes para cobrir os passivos de maturidade semelhante (os chamados passivos de curto prazo), diz-se que a empresa enfrenta um problema de liquidez o qual apenas poderá ser resolvido pela conversão de ativos fixos em ativos circulantes ou pela conversão de passivos de curto prazo em capitais mais estáveis como os passivos de longo prazo ou mesmo os capitais próprios.

2.3.7. Exigível a curto prazo

Os débitos exigíveis a curto prazo agregam todos os compromissos a satisfazer até ao prazo máximo de um ano, sendo que uns resultam do normal funcionamento da empresa

(segurança social, impostos retidos), outros de créditos concedidos por fornecedores e ainda outros com origem em empréstimos bancários, tal como referido por Saias et. al. (1998).

Os mesmos autores referem que se deve fazer uma distinção entre o passivo circulante e o de financiamento a curto prazo.

Enquanto o passivo circulante está relacionado com o ciclo de exploração e é constituído por todas as dívidas com origem nesse ciclo (fornecedores, dívidas ao Estado, segurança social), estas são normalmente créditos concedidos à empresa gratuitamente ou a um custo muito reduzido. Já o passivo de financiamento, composto por empréstimos bancários obtidos junto das entidades bancárias ou outras instituições financeiras, tem associado como custo uma taxa de juro e os respetivos encargos, pelo que se torna uma fonte de financiamento mais onerosa.

2.3.8. Rácios de funcionamento

Os rácios de funcionamento fornecem informação sobre o impacto financeiro das decisões ao nível do ciclo de exploração e permite verificar com maior exatidão a utilização dos recursos disponíveis da empresa. Os rácios de funcionamento enumerados neste estudo são: prazo médio de recebimentos, prazo médio de pagamentos e prazo médio de existências.

O prazo médio de recebimentos é o tempo médio que os clientes demoram a pagar à empresa o que esta lhes faturou, e dá a conhecer a capacidade da empresa se fazer ressarcir junto dos seus clientes. O objetivo da empresa é que este prazo seja o mais baixo possível, pois durante o tempo entre o facturamento e o pagamento, a empresa está a conceder crédito ao cliente e gera uma necessidade de financiamento na empresa.

$$PMR = \frac{\textit{Clientes}}{\textit{Vendas} + \textit{Prest. Serviços}} \times 365 \textit{ dias}$$

Relativamente ao prazo médio de pagamentos, dá-nos a conhecer o tempo médio que uma empresa demora a pagar aos seus fornecedores, ou seja, o tempo em que os fornecedores estão a financiar a atividade da empresa. Quanto maior for o prazo médio de pagamentos, maior é o financiamento “suportado” pelos fornecedores. Também Neves (2012) evidencia que este mesmo rácio fornece informações sobre a situação de tesouraria da empresa, sendo que um baixo valor pode indicar uma dificuldade em negociar com fornecedores, assim como, um valor elevado pode indicar dificuldades financeiras.

$$PMP = \frac{\textit{Fornecedores}}{\textit{Compras} + \textit{FSE}} \times 365 \textit{ dias}$$

Por último, a taxa de rotação de existências mede o número médio de dias que as existências permanecem em armazém. Este rácio permite avaliar a eficácia na gestão dos inventários e verificar a necessidade de financiamento que a empresa suporta com a permanência das mercadorias ou produtos acabados em armazém.

$$TRE = \frac{\textit{Existências (totais líquidas)}}{\textit{CMVMC}} \times 365 \textit{ dias}$$

Sempre que sejam analisados estes rácios, existe a necessidade, segundo Neves (2012), de comparar estes rácios com os rácios de empresas concorrentes.

2.3.9. Fontes de financiamento

As fontes de financiamento são um importante instrumento no apoio de uma boa gestão de tesouraria, e seria imprudente falar em gestão de tesouraria sem referir as suas fontes de financiamento.

Estes produtos (fontes de financiamento de curto prazo) são utilizados para apoiar as operações de tesouraria das empresas na aquisição e armazenagem das mercadorias e das NFM, e assim equilibrar a regularidade entre ativos e passivos de curto prazo.

As instituições financeiras (Bancos) são fundamentais para o acesso a estes produtos, mas com a recente crise o seu acesso foi limitado, dificultando a gestão de tesouraria das empresas.

Existem também fontes de financiamento que não tem origem nos Bancos e que oferecem um custo mais reduzido, como é o caso dos fornecedores e dos adiantamentos de clientes.

Menezes (1999) identifica como fontes de financiamento de curto prazo os trabalhadores, os adiantamentos de clientes, os fornecedores, os empréstimos bancários e o papel comercial, as garantias bancárias, o estado e outros entes públicos, os credores diversos, as provisões para outros riscos e encargos, e os acréscimos e proveitos.

Para Nabais & Nabais (2007) as empresas podem obter financiamento de curto prazo através de crédito de fornecedores, crédito bancário, crédito documentário, factoring, papel comercial e ainda através das sociedades financeiras para aquisição de crédito.

Segundo Mota, Barroso, Nunes e Ferreira (2010) existem três critérios que vão influenciar na decisão da fonte de financiamento a obter que são: custo; exigibilidade e as garantias. Identifica ainda como tipos de fontes de financiamento o crédito bancário (descoberto bancário, conta corrente caucionada, empréstimo por livrança, desconto de letras, empréstimos

monetizados (hot money) e linhas de crédito à exportação); o factoring; o papel comercial; os créditos especializados a clientes; o crédito de fornecedores e a concessão de descontos a clientes.

De seguida, são apresentadas fontes de financiamento utilizadas pelas empresas, assim como, o seu conceito e características.

Descoberto bancário autorizado é segundo Mota et. al. (2010) uma modalidade de crédito de muito curto prazo que visa colmatar imprevistos momentâneos de capital, sendo disponibilizado na conta de depósitos à ordem do cliente. O Banco autoriza previamente o cliente a debitar a sua conta de depósitos à ordem até um montante limitado (plafond do descoberto) e por prazo determinado. Neste caso, o cliente negocia com o Banco o montante autorizado, a respetiva taxa de juro e o período de vigência do saldo a descoberto, sendo os juros debitados periodicamente.

Conta corrente caucionada, são operações de crédito pelas quais a entidade financiadora coloca ao dispor do seu cliente um limite máximo de crédito, que este pode utilizar até ao seu limite, podendo repor, quando entender, partes de capital por forma a reduzir o montante do seu débito, Nabais & Nabais (2007).

A taxa de juro deste tipo de operações é preestabelecida, depende da avaliação do risco que a entidade financiadora fizer ao seu cliente, consta do contrato a celebrar com esta última, sendo os juros liquidados de acordo com o volume de crédito utilizado. Esta forma de financiamento possui a vantagem de permitir a utilização do crédito em função das necessidades da tesouraria da empresa.

O desconto é uma forma de financiamento que permite às empresas a antecipação de receitas futuras decorrentes da sua atividade comercial, Nabais & Nabais (2007).

Esta fonte de financiamento é um contrato através do qual o Banco (descontador) adianta, após dedução do juro (prémio de desconto), o montante de um crédito ainda não vencido que o beneficiário (descontário) tem sobre terceiros, adquirindo a titularidade desse crédito de maneira a reembolsar-se pela sua cobrança, quando o mesmo chegar ao vencimento (Ex: desconto de letras).

O crédito documentário ou carta de crédito *“é uma ordem dada pelo importador ao seu Banco para que este, perante o beneficiário (exportador) assuma o compromisso de pagar, aceitar ou negociar um efeito com um determinado montante (valor da mercadoria), desde que*

o Beneficiário apresente os documentos exigidos, em conformidade com todos os termos definidos nesse compromisso” (Totta, 2015).

Papel comercial consiste num título de dívida de curto prazo sem garantias, emitido no mercado monetário por empresas financeiras e não financeiras. Geralmente são emitidos no âmbito de "programas" estabelecidos sob a liderança de uma instituição financeira, o *arranger*, e depois colocados junto de investidores por um ou mais intermediários financeiros, os agentes ou *dealers*. Estes títulos são normalmente emitidos a desconto, pelo que não se vencem juros explícitos.

Linhas de crédito à exportação são créditos bancários, frequentemente em divisas, que possibilitam o recebimento antecipado de uma exportação. A regularização do crédito é efetuada aquando do recebimento do cliente, em que normalmente esta operação está domiciliada no próprio banco para assim garantir a liquidação do financiamento, como referido por Mota et. al. (2010).

Crédito de fornecedores é uma fonte de financiamento com benefícios para a gestão de tesouraria a curto prazo, sendo fundamental relacionar o PMR e PMP, de modo a estabelecer uma situação de tesouraria sem dificuldades imediatas, Nabais & Nabais (2007) .

Segundo Mota et. al. (2010) a empresa pode ainda dilatar as condições normais concedidas por cada fornecedor utilizando para isso o aceite ou a reforma de letras, embora neste caso se deva levar em conta que este tipo de financiamento pode por em causa o relacionamento futuro com o fornecedor.

Garantias bancárias, como o próprio nome indica, é uma garantia efetuada pelo Banco, em que este se compromete a cumprir as obrigações assumidas pela empresa perante terceiros.

São exemplos de garantias bancárias os avales e as fianças prestadas pelos Bancos em benefício dos fornecedores, as garantias prestadas em nome dos adjudicatários de obras públicas, as garantias prestadas às alfândegas e os avales concedidos em benefício de instituições de crédito internacionais.

As garantias bancárias são prestadas mediante um determinado custo, denominado de comissão de garantia, respetivos impostos e despesas bancárias cobradas periodicamente, segundo Menezes (1999).

Estado e Outros Entes Públicos, segundo Menezes (1999), podem ser considerados financiadores ou credores, consoante a natureza das obrigações, o tipo de atividade e a situação fiscal da empresa.

As principais obrigações da empresa perante o Estado são o imposto sobre o rendimento do exercício, impostos dos trabalhadores retidos pela entidade patronal, impostos sobre aplicações financeiras e impostos sobre a propriedade, no que diz respeito aos impostos diretos, sendo os impostos indiretos o IVA e impostos selo.

Quando a empresa se encontra numa situação em que tem a obrigação de entregar determinado imposto ao Estado, durante o tempo em que a empresa retém esse imposto, o Estado está a conceder um crédito gratuito.

Factoring consiste na tomada, pela empresa de factoring (factor), para fins de administração e cobrança dos créditos de curto prazo, titulados por faturas, que determinada empresa (aderente) adquire sobre os seus clientes pelo fornecimento de bens e serviços. Na data de vencimento das faturas, os devedores liquidarão, à empresa de factoring, os valores em dívida.

Leasing “*ou locação financeira, tal como é entendida em Portugal, consiste numa modalidade de financiamento através da qual o locador (empresa de leasing), de acordo com as instruções do seu cliente (locatário - entidade que usufrui dos bens objeto de um contrato de locação financeira), cede a disponibilização temporária de um bem, móvel ou imóvel, mediante o pagamento de uma quantia periódica (renda), por um prazo determinado e relativamente ao qual o locatário possui uma opção de compra no final do mesmo prazo, perante o pagamento de uma quantia pré-acordada, que se denomina valor residual*” (Portal da empresa, 2015).

Sendo o endividamento outra das variáveis independentes para a elaboração do modelo de análise é de todo importante dar a conhecer as variadas fontes de financiamento disponíveis para as empresas, tendo em conta o restrito acesso ao financiamento ao longo dos últimos anos, derivado das medidas tomadas pelas entidades bancárias após a crise de 2008.

Embora estas fontes de financiamento sejam umas mais utilizadas do que outras pelas empresas, pelas mais variadíssimas razões, sejam por desconhecimento/conhecimento por parte dos gestores, facilidade/dificuldade na sua obtenção, ou ainda pelos custos associados, foram apresentadas algumas que podem ser utilizadas.

Este levantamento serve fundamentalmente para dar a conhecer aos gestores novas formas de obter crédito no futuro.

2.4. Modelo de análise

Através do modelo de análise apresentado de seguida, está definido o ponto de partida para o trabalho de investigação que se denomina por “Gestão de Tesouraria: O impacto da atual crise económica e financeira nas PME portuguesas”.

Numa primeira fase proceder-se-á a uma análise descritiva do comportamento das variáveis mencionadas no modelo (indicadores financeiros médios), verificando o seu comportamento durante os anos analisados e fazendo a comparação entre os anos anteriores à crise económica e financeira e os anos de crise.

Na segunda fase, e por forma a completar a análise dos indicadores financeiros, procede-se a uma análise com base na metodologia de dados em painel e segundo o modelo de análise desenvolvido por Akbar, Ormrod e Rehman (2011) e também utilizado por Vieira (2013) com o intuito de explicar como as variações ocorridas nas variáveis independentes alteraram o desempenho da variável dependente e consequentemente a gestão financeira das empresas.

Para a elaboração deste modelo teve-se em conta dois campos de observação: o interno, que está relacionado com a gestão interna das empresas; e o externo, que não é afetado diretamente pelas decisões tomadas pela empresa, mas que influencia o comportamento da empresa, pois é o meio em que esta está inserida.

O fator externo identificado é a crise económica e financeira e por este motivo o modelo de análise terá sempre como base a comparação entre dois períodos distintos, 2006 a 2008 (antes da crise) e de 2009 até 2014 (período de crise).

Conforme foi verificado pela revisão da literatura, os autores Menezes (1999), Neves (2000) e Nabais & Nabais (2007) referem que o equilíbrio financeiro (medido pelas NFM, FMF, TRL) é fundamental para a estabilidade da empresa.

A análise do equilíbrio financeiro de uma empresa é bastante complexo e abrange toda a estrutura do balanço, tais como ativo fixo, capitais permanentes, recursos cíclicos e necessidades cíclicas.

Desta forma, foi selecionada a TRL como variável dependente do estudo a elaborar, para verificar o impacto da crise na gestão de tesouraria.

Identificada a variável dependente deste estudo, importa agora definir as variáveis independentes que vão afetar/condicionar/influenciar a variável dependente.

- **VI-1 Dimensão** – Esta variável, medida pelo logaritmo natural do ativo total, é comum em diversos trabalhos de investigação dos determinantes de liquidez tais como Saddour (2006), Opler, Pinkowitz, Stulz e Williamson (1999), Ozkan e Ozkan (2004), Vilela (2004) e Islam (2012). Com esta variável pretende-se verificar de que forma a dimensão das empresas está relacionada com a tesouraria e que influência exerce sobre esta.

Opler et. al. (1999) refere que as empresas de maior dimensão como possuem um volume de caixa superior às empresas de menor dimensão, apresentam um melhor desempenho.

Relativamente a esta variável Ozkan e Ozkan (2004) concluíram que existe uma relação positiva entre esta variável e a tesouraria das empresas, já Ferreira e Vilela (2004) e Islam (2012) verificaram uma relação negativa.

Tendo em conta estas conclusões, formula-se a seguinte hipótese:

Hipótese 1: *“As empresas com maior dimensão apresentam melhores resultados ao nível da tesouraria, isto é, existe uma relação positiva entre a dimensão e a TRL”.*

- **VI-2 Endividamento** – Esta variável será medida pela relação passivo total/ativo total, e servirá para perceber a influência desta variável no comportamento da TRL das empresas em estudo.

O endividamento é identificado por Islam (2012) como um substituto para a realização de caixa, sendo o crédito bancário a fonte de financiamento externo mais utilizada pelas PME, em especial o de curto prazo.

Quanto ao recurso ao endividamento, Ferreira e Vilela (2004) concluíram que existe uma relação ambígua entre o endividamento e a TRL, pois se por um lado o endividamento aumenta a possibilidade de falência, as empresas por norma, como forma de diminuir este risco, aumentam os níveis de tesouraria. Por outro lado, as empresas com maior capacidade de endividamento possuem maior facilidade de acesso ao crédito, o que possibilita manter menores níveis de tesouraria. Também Guney, Ozkan e Ozkan (2007) referem uma relação ambígua, referindo que com menores níveis de endividamento existe uma relação negativa e com altos níveis de endividamento existe uma relação positiva.

Se as PME em períodos em que as instituições financeiras disponham de uma maior abertura à disponibilização de crédito sentiam dificuldades no seu acesso, com o decorrer da crise e as restrições impostas ao crédito, é esperado uma diminuição do

nível de endividamento e alavancagem das PME, pelo que as empresas com capacidade, tenderam a manter elevados níveis de tesouraria, isto é, níveis de tesouraria suficientes ao desenvolvimento da sua atividade. No entanto, as empresas sem esta capacidade de manter níveis de tesouraria elevados, e derivado da conjuntura económica, tenderam a apresentar níveis de tesouraria mais baixos.

Posto isto, enuncia-se a segunda hipótese:

Hipótese 2: *“Existe uma relação ambígua entre o endividamento e a TRL”.*

- **VI-3 Maturidade passivo** – Com este indicador, composto pelo rácio passivo curto prazo/passivo total, pretende-se verificar se existiram variações na maturidade do financiamento por capitais alheios e de que forma esta variação determinou os níveis de tesouraria. O passivo da empresa divide-se entre passivo de curto prazo e passivo de médio/longo prazo, existindo uma estratégia diferente para cada um deles em função das necessidades da empresa. Segundo Teruel e Solano (2004), no caso da dívida de curto prazo as empresas estão sujeitas à negociação dos seus créditos periodicamente, o que as obriga a manter níveis de tesouraria mais elevados, precavendo desta forma um possível risco quanto ao seu refinanciamento. No entanto, caso a empresa apresente um menor risco, consequentemente existirá uma maior abertura por parte das instituições de crédito, não sendo necessário possuir níveis elevados de tesouraria, pois em caso de necessidade o acesso ao crédito é mais favorável.

Por outro lado, Xará (2013) concluiu que existe uma relação negativa entre a tesouraria e a estrutura de vencimento da dívida.

Através das conclusões dos autores referidos, não é possível obter uma conclusão entre a tesouraria e a estrutura de vencimento da dívida.

Hipótese 3: *“Existe uma relação ambígua entre a TRL e a maturidade do passivo.”*

- **VI-4 Oportunidades de crescimento** – Um dos fatores a ter em conta nas tomadas de decisão nas empresas é o seu crescimento. Para que este crescimento exista é necessário investimento, ou seja, afetar recursos financeiros. Por esta razão, as empresas tendem a salvaguardar recursos financeiros ou a obtê-los através de fontes de financiamento com o objetivo de possuir capacidade para “agarrar” uma

oportunidade de crescimento futura, conforme referido por Bigelli e Sanchez (2009).

Também Islam (2012) argumenta que se verifica um aumento do nível de tesouraria perante oportunidades de crescimento. Por sua vez, Saddour (2006) verificou que perante uma oportunidade de crescimento é mais vantajoso para as empresas que possuem uma política de reserva de tesouraria, ficando deste modo menos dependentes de recursos alheios e com um risco de falência menor.

Através destas conclusões é visível que uma empresa com níveis de tesouraria superiores possui vantagem perante uma oportunidade de crescimento, pelo que se apresenta a hipótese 3.

Hipótese 4: *“As oportunidades de crescimento estão relacionadas positivamente com TRL”.*

- **VI-5 Ciclo de conversão de caixa (CCC)** – Esta variável é composta pelo prazo médio de recebimentos conjuntamente com o prazo médio das existências subtraindo o prazo médio de pagamentos. Os referidos prazos médios já foram anteriormente identificados e apresentada a sua forma de cálculo.

Através desta variável é pretendido verificar a relação entre esta variável e a TRL. Um CCC é considerado positivo quando o número médio de dias dos recebimentos e o número médio de dias que as existências permanecem em armazém é inferior ao número médio de pagamentos aos seus fornecedores. Perante esta situação a empresa vê as suas necessidades de financiamento diminuírem, sendo que, no caso de aumentar o CCC essas necessidades de financiamento também aumentam. Embora esta seja uma variável de investigação empírica pouco explorada, Opler et. al. (1999) verificou que empresas com um ciclo de conversão de caixa curto e com inventários baixos em relação às vendas, demonstram que possuem ativos menos líquidos. No recente estudo apresentado por Xará (2013), concluiu que esta variável apesar de apresentar um valor estatisticamente positivo, ao longo do tempo e em média, a variação sobre a tesouraria é nula. Perante estas conclusões, forma-se a hipótese seguinte.

Hipótese 5: *“Não existe relação entre o ciclo de conversão de caixa e a TRL.”*

- **VI-6 Crise** – Com a revisão da literatura foi possível verificar que o efeito da crise económica mostra-se como um fator relevante no desempenho económico e financeiro das PME. Importa então verificar o efeito deste fator sobre a gestão de tesouraria das PME. Depois de instalada a crise económica, foram várias as empresas que entraram em processo de insolvência, o que por si só revela uma ligação causa/efeito, aliado às dificuldades de tesouraria sentidas após 2008, conforme referem Lars Wollung (2014) e Luís Amaral (2014). Esta variável é parte fulcral deste trabalho e será utilizada para verificar o impacto desta na gestão de tesouraria das PME.

Hipótese 6: “*A crise afeta negativamente a TRL das empresas*”.

Na seguinte tabela apresentam-se as variáveis independentes, assim como o sinal esperado para cada uma destas.

Variável Dependente	
VD Tesouraria líquida (TRL) TRL = Fundo maneio funcional - Necessidades fundo maneio	
Variáveis Independentes	Sinal esperado
VI-1 Dimensão (DIM) Ativo total	Positivo
VI-2 Endividamento (END) $\frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$	Positivo/Negativo
VI-3 Maturidade do passivo (MP) $\frac{\text{Passivo corrente}}{\text{Passivo total}}$	Positivo/Negativo
VI-4 Oportunidades de crescimento (OPC) $\frac{\text{Volume negócios } t}{\text{Volume negócios } t - 1}$	Positivo
VI-5 Ciclo conversão caixa (CCC) $\left[\frac{\text{Clientes}}{\text{Volume de negócios}} + \frac{\text{Inventários}}{\text{CMVMC}} - \frac{\text{Fornecedores}}{\text{Compras}} \right] \times 365$	Sem relação
VI-6 Crise Dummy 0 (2006-2008) Dummy 1 (2009-2014)	Negativo

Figura 7 - Representação gráfica do modelo de análise
Fonte: Elaborado pelo autor com base no modelo teórico

Neste capítulo, agora terminado, foi efetuada uma abordagem teórica com o intuito de enquadrar este estudo no seu meio envolvente tanto a nível nacional como internacional e apresentar os principais conceitos inerentes ao mesmo. Por último, é apresentado o modelo de análise, sendo identificadas as variáveis independentes, variável dependente, hipóteses e sinais esperados, ou seja, o nosso ponto de partida para o estudo.

3. Métodos

Durante este capítulo serão apresentados os métodos utilizados que servem de base para a elaboração deste estudo e assim desenvolver o modelo de análise elaborado no capítulo anterior.

3.1. Procedimentos e desenho da Investigação

A metodologia adotada consistiu na pesquisa e recolha de estudos e dados estatísticos nacionais e setoriais produzidos por instituições nacionais, nomeadamente, Banco de Portugal e INE.

Para a fundamentação da base teórica do trabalho foram consultadas as bibliografias disponíveis nas bibliotecas e centros de documentação, assim como os meios eletrónicos ao nosso alcance.

O método de análise utilizado é com base na metodologia dos dados em painel, nomeadamente em painel não balanceados, tendo em conta os “missing data”, ou seja, a ausência de informação de alguns dados. Este método é o ideal para a análise de impacto pois permite ao avaliador ter as informações sobre os grupos de tratamento e de controlo em dois períodos de tempo, ou seja, no período anterior à crise e o período de crise.

Os dados em painel *“permitem identificar e medir efeitos que não serão pura e simplesmente detetáveis em estudos exclusivamente seccionais ou temporais, bem como construir e testar modelos comportamentais complexos, nomeadamente recorrendo a modelos com desfasamentos distribuídos com poucas restrições”*. (Marques, 2000, p. 2)

A estimação de dados em painel releva a heterogeneidade individual pois indicam as características diferenciadoras dos indivíduos, características estas que podem ou não ser constantes ao longo do tempo.

Xará (2013, p. 39), citando Verbeek, refere que *“esta metodologia confere modelos mais realistas do que a secção transversal ou uma série única, colmatando resultados enviesados, pois permite controlar a heterogeneidade individual”*.

Podemos concluir que as principais vantagens deste modelo são a possibilidade de controlar os efeitos fixos não observáveis que possam enviesar as estimativas dos coeficientes, possibilidade de estimar coeficientes mais precisos, e incluir variáveis desfasadas ou em diferenças nos modelos.

Os dados recolhidos serão analisados em 2 etapas. A primeira etapa refere-se à análise descritiva, que será constituída pela análise de indicadores financeiros (as variáveis deste estudo). A análise descritiva tem como objetivo descrever a evolução das variáveis deste estudo

ao longo dos anos em análise, por forma a compreender o seu comportamento e possibilitar a comparação entre o comportamento destas variáveis no período anterior à crise e durante a crise.

Na segunda etapa será efetuada a análise de correlação entre a variável dependente e entre esta e as demais variáveis independentes através do método de correlação de Pearson. De seguida será efetuado uma regressão linear múltipla com dados em painel à semelhança de estudos efetuados anteriormente por diversos autores, nomeadamente Marques (2000), Rita (2003) e Costa (2014) onde referem que o modelo de regressão de dados em painel tem a seguinte especificação genérica:

$$Y_{it} = a + \beta X'_{it} + u_{it} \quad i = 1, \dots, N; t = 1, \dots, T$$

“com i a designar indivíduos e t a designar o período. O primeiro índice revela a dimensão das observações seccionais, e o segundo a dimensão das series temporais” (Costa, 2014, p. 39).

O modelo utilizado para o presente estudo está baseado no modelo linear de regressão utilizado por Gill e Shah (2012); Xará (2013) composto pela seguinte fórmula:

$$TRL_{i,t} = a + \beta_1 DIM_{i,t} + \beta_2 END_{i,t} + \beta_4 MP_{i,t} + \beta_3 OPC_{i,t} + \beta_5 CCC_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Sendo:

$TRL_{i,t}$ = Tesouraria da empresa i , no ano t (variável dependente);

$DIM_{i,t}$ = Dimensão da empresa i , no ano t ;

$END_{i,t}$ = Endividamento da empresa i , no ano t ;

$MP_{i,t}$ = Maturidade do passivo da empresa i , no ano t ;

$OPC_{i,t}$ = Oportunidades de crescimento da empresa i , no ano t ;

$CCC_{i,t}$ = Ciclo de conversão de caixa da empresa i , no ano t ;

$\varepsilon_{i,t}$ = Termo de erro

A variável independente crise será utilizada para verificar o efeito da crise na tesouraria das empresas.

O tratamento estatístico dos dados foi efetuado através do programa informático SPSS v22 (Statistical Package for the Social Sciences).

A investigação do presente trabalho vai incidir no comportamento das médias e pequenas empresas, ou seja, PME não financeiras com atividade em Portugal no período compreendido entre 2006 e 2014.

As PME não financeiras são parte fulcral na economia portuguesa, representando em 2014, segundo o INE, 99,90% do setor empresarial português, com 59,28% do volume de negócios nacional e empregando 74,11% da população remunerada nacional.

Tendo em conta estes dados, é de todo importante, analisar o comportamento destas empresas durante um período conturbado e marcado por diversas dificuldades tanto no paradigma nacional como internacional.

3.2. Recolha dos dados

Os dados recolhidos tem origem documental, são de fonte estatística e secundária, e foram obtidos através de dados estatísticos disponibilizados pelo Banco de Portugal na sua plataforma eletrónica denominada por “BPstat – estatísticas online”;

Na plataforma referida foi possível obter informação fidedigna entre os anos 2006 e 2014 da média das PME não financeiras em Portugal e dentro destas, em médias, pequenas e micro empresas.

Segundo Marconi e Lakatos (2003) quando são utilizados dados mais extensos no espaço e no tempo os resultados obtidos são mais significativos. Não obstante, quando os dados são mais abrangentes também o são menos precisos. No entanto optou-se pela utilização de dados estatísticos extensos no espaço e no tempo.

No presente trabalho foi definido o período temporal que se julga ser extenso o necessário (9 anos) e que abrange uma panóplia de empresas localizadas em todo o território nacional.

3.3. População, amostra e participantes

A população define-se como “um conjunto de indivíduos ou objetos que apresentam uma ou mais característica em comum” (Reis, 2008, p. 43).

Neste estudo, a população é constituída pelas sociedades não financeiras de média e pequena dimensão (PME) com atividade em Portugal, excluindo as micro empresas, que pelas suas características muito próprias apresentam dados muito desfasados em comparação com as restantes empresas em estudo. Como exemplo, identificamos os pequenos agricultores com atividade comercial em que foi definida obrigatoriedade de registo de atividade na Autoridade Tributária.

A população alvo é “ o subgrupo de elementos acessíveis de uma população” Marôco e Bispo (2005, p. 77), e para este estudo a população alvo identificada são as sociedades não financeiras de média e pequena dimensão (PME) com atividade em Portugal, excluindo as sociedades gestoras de participações sociais não financeiras.

A população das PME não financeiras no ano de 2014, segundo o INE, é de 41 160 empresas, divididas da seguinte forma:

- Pequenas Empresas: 35 529
- Médias Empresas: 5 631

A amostra do presente estudo é constituída por todas as empresas que disponibilizaram as suas demonstrações financeiras ao Banco de Portugal, o que corresponde a uma percentagem compreendida entre 90% a 95% das pequenas empresas e a 95% a 100% das médias empresas. Em termos globais a amostra representa aproximadamente 90% a 95% do total das PME portuguesas não financeiras durante os anos de 2006 a 2014.

Este tipo de amostra, amostra não probabilística de conveniência, foi o método utilizado pois é composto pelas empresas que disponibilizaram a informação, conforme é referido por Reis et al. (1999) que esta técnica “baseia-se na premissa de que certo tipo de respondentes apresentam uma maior disponibilidade ou se encontrem mais acessíveis...”.

A classificação quanto à dimensão das sociedades é baseada segundo a Recomendação da Comissão Europeia de 6 de maio de 2003, sendo classificadas numa dada classe dimensional se não ultrapassarem 2 dos 3 critérios presentes na seguinte tabela:

	Micro Empresas	Pequenas Empresas	Médias Empresas
Número de Empregados	<10	<50	<250
Volume Negócios e/ou Total Balanço Anual	≤2 Milhões	≤10 Milhões	≤50 Milhões Volume Negócios ou ≤43 Milhões Balanço Total

Figura 8 - Classificação das dimensões das sociedades
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir da Recomendação da Comissão Europeia (2003)

3.4. Tratamento dos dados

Os dados apresentados foram obtidos através da exploração multidimensional na plataforma eletrónica do Banco de Portugal. Nesta plataforma são apresentadas várias bases de

dados, nas quais se incluem as demonstrações financeiras das PME e grandes empresas portuguesas.

Para o presente estudo foram utilizadas as bases de dados “Série longa dos quadros do setor” com informação até 2009 e “Quadros do Setor” com informação de 2010 a 2014, sendo extraídos os dados referentes às pequenas e médias empresas.

Os dados recolhidos foram extraídos e colocados em Excel onde se procedeu à sua organização e cálculo dos rácios necessários para a obtenção dos dados da variável dependente e variáveis independentes a utilizar.

Após a conclusão da tarefa acima mencionada, foram os mesmos inseridos no programa estatísticos SPSS v22.

Terminados os trabalhos relativos ao capítulo 3, estão reunidas as condições para iniciar a parte mais prática do estudo. Deste modo, seguidamente serão analisados os dados recolhidos de acordo com o modelo de análise e métodos de investigação anteriormente referidos.

4. Análise de dados obtidos e discussão

Este capítulo é composto por, numa primeira fase, uma análise descritiva das variáveis identificadas para a elaboração deste estudo e, na fase seguinte, serão apresentados os resultados do modelo econométrico e análise dos mesmos.

Importa referir que, embora a crise económica e financeira tenha iniciado em 2007 nos EUA, e na UE nos finais de 2008, será considerado neste estudo como período pré-crise os anos 2006-2008 e período de crise 2009-2014. Esta definição dos períodos foi definida tendo em conta o curto período (cerca 3 meses) de duração da crise no ano de 2008 e o facto de o efeito desta crise se fazer sentir durante o ano de 2009 em Portugal.

4.1. Análise descritiva

Neste subcapítulo será efetuada a primeira análise dos dados obtidos, análise esta descritiva, através da medida estatística da média. Através desta análise será possível analisar o comportamento de indicadores económicos e financeiros da nossa amostra, com o propósito de verificar o impacto da crise económica e financeira, iniciada em 2009, relativamente a estes indicadores.

Ano	TRL €	DIM €	END	MP	OPC	CCC (dias)
2006	-458 755	3 516 970	0,71	0,65	-	163
2007	-467 586	3 656 973	0,72	0,65	1,03	174
2008	-509 560	3 785 875	0,73	0,64	1,03	177
2009	-473 557	4 034 819	0,71	0,61	0,96	184
2010	-319 497	4 110 502	0,71	0,59	1,02	169
2011	-365 875	4 122 250	0,73	0,59	1,01	158
2012	-256 977	4 237 727	0,72	0,58	1,01	141
2013	-190 639	4 371 963	0,70	0,58	1,03	124
2014	-82 688	4 322 202	0,68	0,57	1,01	123
Valor médio	-347 237	4 017 698	0,71	0,61	1,01	157

Tabela 1 - Análise descritiva das PME
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

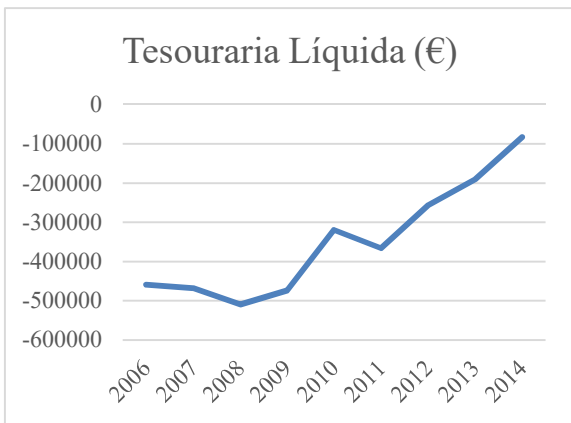


Gráfico 2 - Oportunidades de crescimento
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Os dados apresentados relativamente à TRL, evidenciam uma diminuição da capacidade de tesouraria de 2006 a 2008, sendo o ponto mais baixo verificado em 2008 (-509 560 €). A partir desta data, embora continue a apresentar valores negativos, verifica-se uma franca melhoria da situação de tesouraria, principalmente em 2014 (-82 688€). O único ano em que apresenta um retrocesso desta melhoria é em 2011 (-365 875 €). Com este indicador, não se verificam

impactos negativos da crise, antes pelo contrário, demonstra que depois de instalada a crise a tesouraria destas empresas melhorou. Tal facto indica que a situação de tesouraria das empresas em estudo já se encontravam numa situação deficitária, o que poderá ser entendido como um prognóstico de crise e/ou da existência de uma má gestão de tesouraria. Quanto ao facto de estas apresentarem melhores resultados após o início da crise, pode estar relacionado com as diligências efetuadas pelas empresas para enfrentarem a crise.

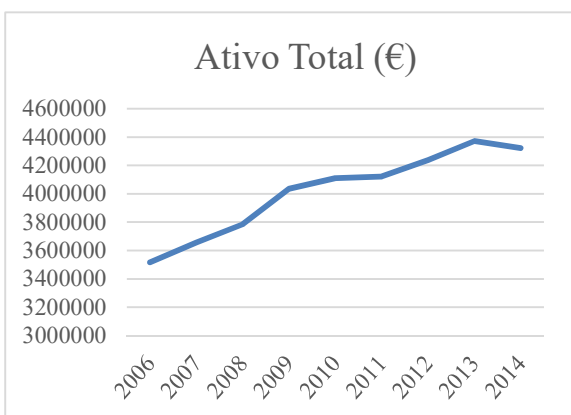


Gráfico 3 - Ativo total
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

O ativo total evidencia um aumento até ao ano de 2013, destacando-se o maior aumento entre 2008 (3 785 875 €) e 2009 (4 034 819 €), precisamente no ano de início da crise económica em Portugal. Esta variável é também utilizada para medir a dimensão das empresas, pelo que relativamente a esta análise, verifica-se uma tendência do crescimento da dimensão das empresas até ao ano de 2013 e uma ligeira diminuição em 2014. Com estes dados também é

possível verificar uma relação positiva entre a evolução da tesouraria líquida e do ativo total a partir do ano de 2009.

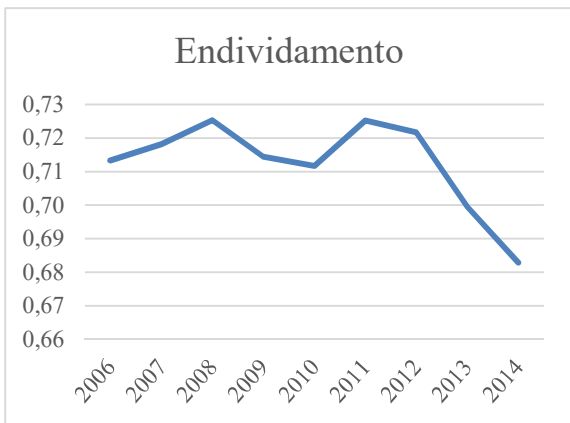


Gráfico 4 - Endividamento
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Quanto ao endividamento, este revela-se praticamente estável, pois situou-se entre os 68% e os 73% durante os anos em análise para esta amostra. Evidenciam-se os valores ligeiramente inferiores nos dois últimos anos em análise (2013 e 2014), valores estes inferiores aos apresentados antes da crise económica. Relativamente ao dois períodos distintos em análise, pré-crise e durante a crise, não se verificam oscilações significantes, pelo que

demonstra que o fator crise não afetou o endividamento destas empresas.

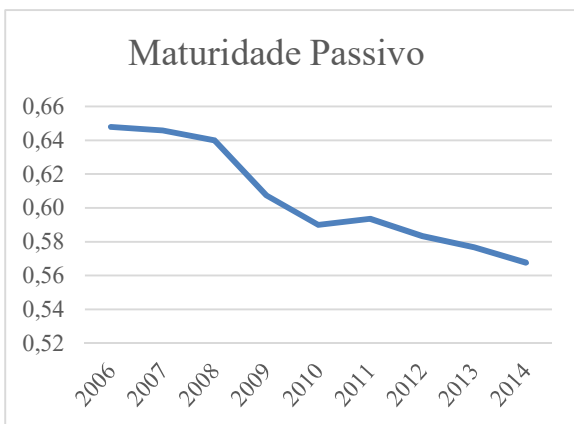


Gráfico 5 - Maturidade passivo
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Se a nível do endividamento, o endividamento total, não se verificaram alterações significativas, o mesmo não se verificou relativamente à maturidade do passivo. O passivo de curto prazo manteve-se constante nos anos 2006 e 2007 com cerca de 65% do total do passivo, verificando-se nos anos seguinte uma diminuição ao longo do tempo até 2014, ano no qual representava aproximadamente 57%, ou seja, uma diminuição de cerca de 8%

em sete anos. Embora a maturidade do passivo tenha diminuído ao longo do tempo, é após a instalação da crise económica que esta diminuição é mais acentuada, conforme se verifica entre os anos de 2008 (64%) e 2009 (61%). Relativamente a esta variável é notória a influência do período de crise económica.

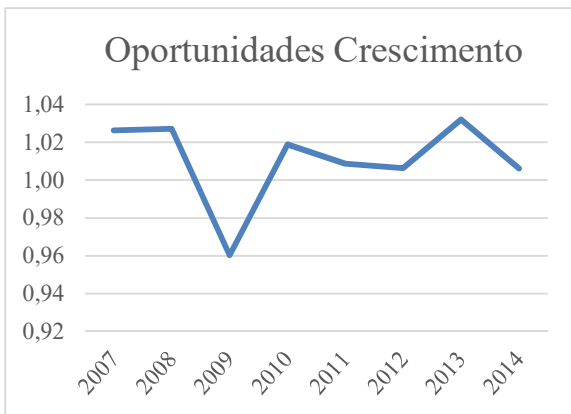


Gráfico 6 - Oportunidades de crescimento
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Relativamente às oportunidades de crescimento, verificam-se valores muito inconstante, como seja uma diminuição entre 2008 (1,03) e 2009 (0,96), e no ano seguinte uma subida para 1,02. Nos restantes anos as oportunidades de crescimento mantiveram-se praticamente inalteráveis, com exceção do ano de 2013. Embora esta variável não acompanhe exatamente a evolução da tesouraria líquida de forma inversa ano a ano, no cômputo geral pode-se dizer que estas mantêm uma relação negativa, ou seja, quando se verificam melhorias na tesouraria líquida as oportunidades de crescimento tendem a diminuir ou a manter-se inalteráveis.

Quando se verificam melhorias na tesouraria líquida as oportunidades de crescimento tendem a diminuir ou a manter-se inalteráveis.

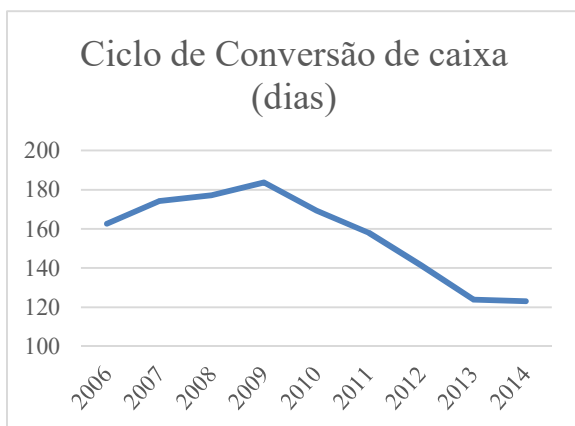


Gráfico 7 - Ciclo de conversão de caixa
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Quanto ao ciclo de conversão de caixa este apresenta um aumento até ao ano de 2009 (184 dias) e a partir deste ano diminui até aos 123 dias, verificado em 2014. Embora 2009 seja o ano em que se inicia a crise em Portugal e apresente o maior ciclo de conversão de caixa, é depois de iniciada a crise económica e financeira que o CCC inicia uma acentuada descida. Comparando esta variável com a tesouraria líquida, constata-se que existe uma

relação positiva entre estas, ou seja, quando melhora o CCC melhora o desempenho da tesouraria líquida.

Numa visão global das várias variáveis, verifica-se um melhor desempenho destas empresas nos últimos anos, desempenho relativamente superior à média dos anos em análise.

4.2. Análise descritiva por classe dimensional

No seguimento da análise efetuada anteriormente, será realizada a análise descritiva das empresas tendo em conta a sua dimensão. Esta análise serve também para comparar o desempenho destas mediante a sua dimensão, e assim verificar a importância da dimensão no seu desempenho.

Ano	TRL €	DIM €	END	MP	OPC	CCC (dias)
Pequenas empresas						
2006	-253 276	2 052 947	0,72	0,65	-	168
2007	-255 276	2 113 622	0,72	0,66	1,01	182
2008	-270 510	2 150 505	0,72	0,64	1,01	186
2009	-252 385	2 286 219	0,71	0,62	0,96	191
2010	-228 102	2 231 931	0,71	0,63	1,02	177
2011	-249 686	2 273 342	0,72	0,63	1,00	166
2012	-204 183	2 302 804	0,71	0,63	1,01	148
2013	-121 677	2 336 933	0,71	0,62	1,03	128
2014	-62 147	2 385 976	0,68	0,60	1,01	127
Valor médio	-210 805	2 237 142	0,71	0,63	1,01	164
Médias empresas						
2006	-1 834 373	13 318 125	0,70	0,64	-	126
2007	-1 860 004	13 778 893	0,72	0,64	1,03	123
2008	-2 068 054	14 447 732	0,73	0,64	1,04	119
2009	-1 911 785	15 405 552	0,72	0,60	0,96	136
2010	-923 472	16 524 794	0,71	0,55	1,03	118
2011	-1 116 914	16 073 493	0,73	0,56	1,00	106
2012	-592 298	16 527 453	0,73	0,54	0,99	99
2013	-615 643	16 913 496	0,69	0,54	1,01	99
2014	-211 595	16 473 488	0,69	0,54	1,01	98
Valor médio	-1 237 126	15 495 892	0,71	0,58	1,01	114

Tabela 2 - Análise descritiva por classe dimensional
Fonte: Elaborado pelo autor a partir a partir de BPstat

Com estes dados verifica-se uma tendência para a melhoria da TRL tanto nas pequenas como nas médias empresas, melhoria esta que, em ambas as dimensões das empresas, apresentam semelhança no seu desenvolvimento, ou seja, quando a média das pequenas empresas aumenta o mesmo acontece com a média das médias empresas e vice-versa. A recuperação da TRL efetuada por estas empresas é muito significativa, pois no caso das

pequenas empresas obteve-se uma diminuição do défice de tesouraria de cerca de 75% e no caso das médias empresas em cerca de 88%, tendo como comparação o ano de início dos dados em análise com o último ano analisado. Curioso é o facto de o ano 2011 ter um comportamento inverso à oscilação deste indicador, isto é, se de 2006 a 2008 a TRL diminui, em 2009 inicia-se uma recuperação que culmina com um bom resultado em 2014, mas que neste período (2009-2014) o único ano que contraria esta descida é o ano de 2011. O ano de 2011 foi também o ano em que foi assinado e iniciado o memorando de entendimento, como referido na revisão da literatura no início deste estudo, pelo que pode-se estabelecer uma ligação entre estes dois acontecimentos.

A evolução do ativo total nas pequenas empresas para os anos em análise manteve-se bastante regular, apresentando deste modo um ligeiro aumento de ano para ano, sem que se verifique uma alteração deste comportamento entre o período anterior à crise e durante a mesma. Já no caso das médias empresas, verifica-se, regra geral, um aumento desta variável com exceção dos anos 2011 e 2014 (diminuição de cerca de 500 000 € em cada ano). Tal facto pode, como no caso da variável TRL, estar relacionado com o início do memorando de entendimento implementado em Portugal. Importa ainda referir que os anos 2009 e 2010 evidenciam-se pelo facto de o aumento verificado nos referidos anos se situar em cerca de 1 000 000 €, bastante superior aos restantes anos.

Analisando o endividamento, verificou-se que, no caso das pequenas empresas, este manteve-se praticamente inalterado até 2013, com uma oscilação na ordem de 1%. Apenas no ano de 2014 existiu uma alteração significativa, apresentando uma quebra de 3%, de 71% em 2013 para 68% em 2014. Também nesta variável não se constata um efeito do fator crise no seu desempenho. No caso das médias empresas, verifica-se um aumento do endividamento de 2006 até 2008 e um decréscimo a partir de 2009, que apenas foi interrompido nos anos de 2011 e 2012, culminando em 2014 com um endividamento de 68%. Relativamente a esta variável e para as médias empresas, é notória a oscilação apresentada nos anos anteriores à crise e após a instalação desta em Portugal, ou seja, o fator crise teve um maior impacto no endividamento das médias empresas do que nas pequenas empresas. A variação do endividamento tem uma relação inversa com o desempenho do nível da tesouraria, ou seja, à medida que o nível de endividamento diminui, aumenta a tesouraria e vice-versa. Estes resultados vão de encontro, em parte, com o constatado por Guney et. al. (2007) e Ferreira e Vilela (2004), o que sugere que durante o período de crise económica, à medida que foram encontradas dificuldades na obtenção de crédito e consequente diminuição do endividamento, existiu a necessidade de aumentar os níveis de tesouraria. Já no período anterior à crise económica, as empresas apresentavam maiores níveis de endividamento e menor capacidade de tesouraria.

No que concerne à maturidade do passivo, mais concretamente às pequenas empresas, a variação verificada em ambos os períodos (pré crise e durante crise económica e financeira) não apresentou uma evolução constante, mas teve tendência a diminuir ao longo dos anos analisados. Em 2008 a maturidade do passivo situava-se em 65%, tendo diminuído ao longo do tempo para cerca de 60%, valor verificado no ano de 2014. No caso das médias empresas, a dívida de curto prazo manteve-se inalterável no período anterior à crise económica (64%) para os anos analisados neste estudo, sendo que a após a instalação da crise se verificou uma clara diminuição da maturidade do passivo, realçando-se as descidas em 2009 e 2010 em cerca de 4% e 5%, respetivamente. É de realçar também o facto de em 2008 a taxa de maturidade do passivo se situar em 64% e em 2014 em 54%, ou seja, uma descida de 10%, verificando-se claramente a influência do fator crise económica para esta variável. Comparando a maturidade do passivo e a tesouraria, denota-se que as dificuldades de obtenção de crédito de curto prazo, assim como a tentativa de reestruturar as suas dívidas e torná-las sustentáveis durante o período de crise económica e financeira, podem estar na base da melhoria da tesouraria ao longo desse período.

As oportunidades de crescimento das pequenas e médias empresas apresentam um trajeto semelhante ao longo dos anos analisados. Conforme se constata, é em 2009 (ano de início da crise económica em Portugal) que estas apresentam uma diminuição das suas oportunidades de crescimento, cerca de 0,05 no caso das pequenas empresas e 0,08 no caso das médias empresas. No ano seguinte (2010), são retomados os níveis apresentados nos anos anteriores, mantendo-se estes praticamente inalterados nos anos seguintes. A crise poderá constituir uma fator que tenha determinado este comportamento em ambas as classes dimensionais. No entanto, não é possível estabelecer uma ligação entre o comportamento das oportunidades de crescimento e a tesouraria, tal como foi verificado por Bigelle e Sanchez (2009), Islam (2012) e Saddour (2006), que concluíram que perante oportunidades de crescimento as empresas tendem a salvaguardar recursos financeiros que possibilitem aproveitá-las.

Relativamente ao ciclo de conversão de caixa das pequenas empresas, este teve uma tendência crescente até 2009 (191 dias), sendo que a partir desse ano inverteu-se essa tendência, culminando em 2014 com um ciclo de conversão de caixa de 127 dias, bastante inferior ao apresentado em 2006 (168 dias). Quanto às médias empresas, verifica-se uma oscilação entre os anos 2006 e 2009, apresentando um ciclo mais longo no ano de 2009 com cerca de 136 dias. Tal como verificado nas pequenas empresas, a partir de 2010, inclusive, este ciclo tende a diminuir, representando 98 dias em 2014. Em ambas as classes dimensionais, é no ano de 2009 que se verifica o maior ciclo de conversão de caixa e a partir deste ano uma diminuição regular

da duração deste ciclo. Este comportamento revela que as empresas durante o período de crise económica e financeira focaram-se no desenvolvimento de estratégias e medidas com vista à diminuição deste ciclo, derivado das restrições que a crise económica acarretou para as empresas. Seria de esperar que com a diminuição do ciclo de conversão de caixa as empresas diminuíssem a sua tesouraria, pelo facto de não ser necessário elevados níveis de tesouraria para financiar a sua atividade operacional. No entanto, essa tendência não se verifica, pelo que pode ir de encontro com o concluído por Xará (2013), em que verificou que uma variação da variável ciclo de conversão de caixa sobre a tesouraria “é, em média e ao longo do tempo, praticamente nulo”.

4.3. Correlação entre as variáveis

Previamente ao cálculo da regressão linear, é tido como regra, efetuar-se uma análise à correlação entre as variáveis, por forma a verificar a existência ou não de uma tendência de dependência entre as variáveis.

Marôco (2003) refere que uma correlação visa unicamente verificar a associação entre as variáveis sem qualquer implicação de causa efeito entre elas e é preferencialmente expressa por um coeficiente de correlação.

Como coeficientes de correlação mais utilizados são identificados o coeficiente de correlação de *Pearson* e o coeficiente de correlação de *Spearman*.

O coeficiente de correlação de *Pearson*, representado pela letra “*r*”, mede o grau de correlação entre duas variáveis quantitativas e apresenta valores entre -1 e 1, inclusive. Quando o valor de $r = 1$ significa uma correlação perfeita positiva entre as duas variáveis; se $r = -1$ significa uma correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, isto é, se uma aumenta, a outra diminui; e se $r = 0$ significa que as duas variáveis não dependem linearmente uma da outra. No entanto, pode existir uma outra dependência que seja "não linear", pelo que deve ser investigado por outros meios.

No que concerne ao coeficiente de correlação de *Spearman*, designado pela letra grega ρ (rho), é uma medida de correlação não-paramétrica e expressa a intensidade e o sentido da relação monótona que existe entre duas variáveis numéricas. Ao contrário do coeficiente de correlação de *Pearson*, este não exige que a relação entre as variáveis seja linear ou quantitativa.

Para o presente estudo será utilizado o coeficiente de *Pearson* e os dados serão analisados segundo o critério de Franzblau (1958) que afirma que:

- correlações $< 0,20$ a correlação é negligenciável;
- entre $0,20$ e $0,40$ a correlação é fraca;
- $0,40$ a $0,60$ a correlação é moderada;

- 0,60 a 0,80 a correlação é forte;
- > 0,80 a correlação é muito forte.

De seguida, são apresentados os resultados da correlação de *Pearson* realizada através do programa estatístico SPSS v22, sendo possível verificar a correlação entre a variável dependente e as variáveis independentes, assim como a correlação entre variáveis independentes.

Variáveis	TRL	DIM	END	MP	OPC	CCC
TRL	1,000	,825***	-,730**	-,858***	,293	-,926***
DIM	,825***	1,000	-,443	-,972***	,617	-,693**
END	-,730**	-,443	1,000	,466	,061	,629
MP	-,858***	-,972***	,466	1,000	-,498	,705**
OPC	,293	,617	,061	-,498	1,000	-,118
CCC	-,926***	-,693**	,629	,705**	-,118	1,000

Nota:

***A correlação é significativa no nível 1%.

**A correlação é significativa no nível 5%.

Tabela 3 - Matriz de correlações
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Relativamente às correlações entre a variável dependente e as demais independentes, verifica-se que existe correlação positiva e estatisticamente significativa (,825) ao nível de 1%, entre a variável dependente TRL e a variável independente DIM, sendo esta correlação considerada “muito forte”. A correlação é negativa (-,730) e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre as variáveis TRL e END, sendo considerada “forte”. Quanto à correlação entre as variáveis TRL e MP (-,858); TRL e CCC (-,926) são consideradas correlações negativas “muito forte” e estatisticamente significativas ao nível de 1%. A correlação entre a variável dependente e a variável independente OPC não é estatisticamente significativa.

No que concerne à correlação entre as variáveis independentes, verifica-se uma correlação negativa (-,972) estatisticamente significativa ao nível de 1% e considerada “muito forte” entre as variáveis DIM e MP e uma correlação negativa e estatisticamente significativa ao nível de 5% entre DIM e CCC, sendo esta considerada “forte”. Já entre as variáveis MP e CCC verifica-se uma correlação positiva “muito forte” e estatisticamente significada no nível de 5%. Entre as restantes variáveis independentes a correlação não é estatisticamente significativa.

Após a obtenção dos dados da correlação, é notória uma correlação significativa entre a variável dependente e as variáveis independentes, sendo esta uma característica muito importante e indispensável a um bom estudo. Porém, a significativa autocorrelação encontrada entre as variáveis independentes pode indicar que há a possibilidade de existir multicolinearidade entre as variáveis independentes e inviabilizar a utilização da regressão linear múltipla, pois, nesse caso, os resultados obtidos poderiam não ser fiáveis.

Contudo, por forma a confirmar a inexistência de multicolinearidade recorreu-se às ferramentas do SPSS v22, nomeadamente o Fator de Inflação da Variância (VIF – Variance Inflation Factor) e a Tolerância (Tolerance), utilizando a variável DIM (dimensão) como variável dependente. Relativamente ao VIF, este mede quanto da variância do coeficiente (β_i) é influenciado pela colinearidade, sendo que quando este apresenta valores superiores a 5 significa que existem problemas com a estimação dos coeficientes de regressão devido à multicolinearidade. Quanto à Tolerância, valores abaixo de 0,1 significam que existe multicolinearidade entre as variáveis.

Variáveis	VIF	Tolerância
Endividamento	1,764	0,567
Maturidade Passivo	3,151	0,317
Oportunidades Crescimento	1,654	0,605
Ciclo Conversão Caixa	2,741	0,365

Tabela 4 - Diagnóstico de multicolinearidade
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Na tabela acima estão apresentados os resultados por forma a confirmar a ausência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, o que se confirma tanto pelos valores de VIF como da tolerância. Através dos resultados de VIF constata-se que não existe multicolinearidade pois os valores estão todos eles abaixo do limite de 5, sendo o mais alto de 3,151. Quanto aos resultados da tolerância situam-se todos eles acima de 0,1, confirmando-se a inexistência de multicolinearidade.

4.4. Análise do modelo de regressão

Neste subcapítulo apresentam-se os resultados do modelo econométrico, modelo linear de regressão, assim como a respetiva análise. A tabela 5 apresenta os resultados da regressão com a variável dependente e o sinal esperado para cada variável independente, de acordo com

as hipóteses elencadas anteriormente. Na tabela 6 é acrescentada a variável independente Crise, com o intuito de verificar em que medida esta variável independente afeta/influência a variável dependente TRL.

Variáveis independentes	Sinal esperado	Coefficiente	Rácio-t	Valor p
(Constante)			6,095	,009 ***
DIM	+	-,867	-3,690	,035 **
END	+/-	-,278	-5,569	,011 **
MP	+/-	-1,004	-5,148	,014 **
OPC	+	,274	3,897	,030 **
CCC	Sem relação	-,611	-9,322	,003 ***
R²	,996			
R² ajustado	,989			

Nota:

*** Coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 1%

** Coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 5%

Tabela 5 - Modelo de regressão
Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Como podemos verificar na tabela anterior, todas as variáveis possuem poder explicativo do nível de tesouraria líquida. Quanto ao nível de significância, apenas a variável independente CCC apresenta um coeficiente significativo ao nível de 1%, sendo os coeficientes das variáveis DIM, END, MP e OPC estatisticamente significativos ao nível de 5%. No que respeita ao sinal esperado, apenas o resultado da variável OPC está de acordo com o preconizado no modelo de análise.

Como teste à validação da seleção do modelo, podemos salientar o valor do coeficiente de determinação ajustado, que se situa nos 0,989, cujo valor demonstra que as variáveis independentes explicam em média 98,9 % o comportamento da variável dependente. Posto isto, podemos concluir que o modelo de regressão é adequado, pois explica de forma significativa a relação entre as variáveis.

Como interpretação dos resultados obtidos, e iniciando pela variável **dimensão (DIM)**, verifica-se uma relação negativa e estatisticamente significativa entre estas variáveis, pelo que se pode afirmar que a DIM é um determinante da TRL. No entanto, o sinal obtido é inverso ao sinal esperado, isto quer dizer que, quanto menor a dimensão das PME maiores são os níveis de TRL, não indo de encontro com a hipótese 1 anteriormente formulada “As empresas com

maior dimensão apresentam melhores resultados ao nível da tesouraria, isto é, existe uma relação positiva entre a dimensão e a TRL”. Concluindo, os resultados obtidos dão ênfase aos resultados obtidos por Ferreira e Vilela (2004) e Islam (2012) e contrariam os resultados obtidos por Opler et al. (1999), Ozkan e Ozkan (2004) e Xará (2013).

No que diz respeito à variável **endividamento (END)**, esta permite averiguar a forma como o recurso a capitais externos afeta a TRL das PME. Ainda que na formulação da hipótese 2 não tenha sido possível prever uma relação definitiva entre o END e a TRL, o resultado obtido apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo, corroborando o resultado obtido por Islam (2012), que aponta o END como um substituto para a realização de caixa. Estes resultados também conferem com os resultados obtidos por Xará (2013), Saddour (2006) e Opler et al. (1999), os quais defendem que empresas mais alavancadas possuem um menor nível tesouraria. Uma variação de um ponto percentual na variável END provoca uma variação negativa de 0,278 pontos percentuais na variável TRL.

A variável **maturidade do passivo (MP)** apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo (-1,004), pelo que, este resultado demonstra que esta variável estabelece uma relação com a TRL. Embora este resultado não vá de encontro com o preconizado na hipótese 3, Xará (2013) chegou à mesma conclusão, assim como Saddour, verificando que o crédito de curto prazo é utilizado como substituto de caixa, pelo que se aumenta a TRL, diminui o financiamento de curto prazo.

In fact, Barclay and Smith (1995) show that firms with the highest credit rating issue more short-term debt. These firms have better access to capital markets and hold consequently less cash. In addition, short-term debt can be used to face the current expenses and thus can be seen as a cash substitute”. (Saddour, 2006, p. 8)

Quando o valor obtido da MP varia um ponto percentual, implica uma variação negativa de 1,004 pontos percentuais na TRL das PME em estudo.

Analisando agora a variável **oportunidade de crescimento (OPC)** verifica-se um resultado de acordo com o previsto na hipótese 4, apresentado um coeficiente positivo e estatisticamente significativo no valor de 0,274. Isto é, quando há um aumento de um ponto percentual na variável OPC, a variável TRL aumenta 0,274 pontos percentuais. Estes resultados

estão de acordo com os resultados encontrados por Ozkan e Ozkan (2004) e Islam (2012) no qual concluíram, que empresas com oportunidades de crescimento elevadas são mais propensas a aumentar os níveis de tesouraria por forma a contornar os custos elevados de financiamento externo. Igualmente, Saddour (2006) encontrou a mesma relação entre estas variáveis, apontando como justificação uma estratégia de reserva de tesouraria, ficando deste modo menos dependentes de recursos alheios e com um risco de falência menor.

Também Xará (2013) obteve a mesma relação entre estas variáveis, no entanto, o coeficiente da variável não foi estatisticamente significativo, pelo que conclui que não existia uma relação positiva entre as oportunidades de crescimento e o nível de tesouraria.

Por último, a variável do **ciclo de conversão de caixa (CCC)** vai permitir verificar de que forma este ciclo afeta a TRL. Conforme explanado na formulação das hipóteses, não existe nenhuma corrente que defenda um determinado comportamento desta variável. No entanto, e ao contrário do resultado que Xará (2013) obteve relativamente a esta variável, a qual conclui que apesar de obter um coeficiente estatisticamente significativo o efeito da variação em média e a longo prazo é praticamente nulo, este estudo mostra que existe uma relação estatisticamente significativa. O resultado deste estudo apresenta um coeficiente negativo e estatisticamente significativo de 0,611, ou seja, cada variação de um ponto percentual desta variável implica uma variação negativa em TRL de 0,611 pontos percentuais. Posto isto, conclui-se que a variável CCC evidência uma relação negativa com a TRL o que não permite suportar a hipótese 5, a qual refere que “*não existe relação entre o ciclo de conversão de caixa e a TRL.*”

Na seguinte tabela são apresentados os resultados da regressão depois de incluir a variável independente Crise, por forma a verificar o impacto na TRL das PME. Esta variável, Crise, é uma variável *dummy* que identifica o período de crise e assume o valor 1 para o período de crise económica e financeira (2009-2014) e 0 para o período anterior à crise (2006-2008).

Variáveis independentes	Sinal esperado	Coefficiente	Rácio-t	Valor p
(Constante)			5,575	,031 **
DIM	+	-,751	-2,434	,135
END	+/-	-,283	-5,101	,036 **
MP	+/-	-1,125	-4,045	,056 *
OPC	+	-,230	2,299	,148
CCC	Sem relação	-,526	-3,661	,067 *
Crise	-	-,164	-0,687	,563
R2			,997	
R2 ajustado			,987	

Nota:

** Coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 5%

* Coeficiente é estatisticamente significativo para um nível de 10%

Tabela 6 - Modelo de regressão (Crise)
 Fonte: Elaborado pelo autor a partir de BPstat

Na tabela acima, estão apresentados os resultados da regressão, na qual se inclui a variável independente “Crise”. Como podemos verificar na tabela anterior, apenas as variáveis END, MP e CCC possuem poder explicativo do nível de tesouraria líquida. Quanto ao nível de significância, apenas a variável independente END apresenta um coeficiente significativo ao nível de 5%, sendo os coeficientes das variáveis MP e CCC estatisticamente significativos ao nível de 10%. As restantes variáveis, nomeadamente, DIM, OPC e Crise não são estatisticamente significativas, pelo que não possuem capacidade de explicar as variações da TRL. No que respeita ao sinal esperado, e tendo em conta apenas as variáveis com um coeficiente estatisticamente significativo, todas as variáveis apresentaram um sinal igual aos resultados da regressão sem a inclusão da variável Crise.

Por forma a testar a validação da seleção do modelo, apresenta-se o valor do coeficiente de determinação ajustado, que se situa em 0,987, valor este que demonstra que as variáveis independentes explicam em média 98,7 % o comportamento da variável dependente, pelo que permite concluir que o modelo de regressão é adequado, pois explica de forma significativa a relação entre as variáveis.

5. Conclusões, contributos, limitações e linhas para futuras investigações

5.1. Conclusões

Os dias de hoje são cada vez mais marcados pela globalização e os mercados financeiros não são exceção. O ano de 2007 está já hoje assinalado na história como o ano em que se despoletou umas das mais graves crises económicas e financeiras internacionais, com epicentro nos EUA, que resultou numa perda de confiança dos investidores, falta de liquidez dos bancos, redução da atividade das empresas, aumento do desemprego e défice nas contas públicas.

À mediada que a crise se propagou, Portugal foi um dos países fortemente fustigado pelos seus efeitos, tendo sido necessário solicitar ajuda externa internacional e a implementar um conjunto de medidas e políticas por forma a promover o crescimento económico, estabilizar o sector financeiro e equilibrar as contas públicas.

O desenvolvimento deste estudo teve como objetivo analisar o impacto da crise no desempenho económico e financeiro da média das PME portuguesas não financeiras, mais concretamente ao nível da gestão de tesouraria e compreender quais as variáveis que influenciaram esse desempenho durante os anos de 2006 a 2014. Para alcançar este objetivo, foram recolhidos indicadores económicos e financeiros da média das PME na plataforma eletrónica “BPstat – estatísticas online” do Banco de Portugal, sendo efetuada uma análise descritiva destes indicadores e utilizado o modelo econométrico da regressão linear múltipla com dados em painel.

Através da análise descritiva, verificou-se que a média das empresas em estudo apresenta uma TRL negativa entre os anos em análise. Contudo, nos anos analisados constata-se uma melhoria significativa após o início da crise económica e financeira. Outros dos indicadores que se destacam pelos valores apresentados antes e depois de instalada a crise são a MP e o CCC, que apresentam uma diminuição de 0,65% para 0,57% e de 163 dias para 123 dias, respetivamente, pelo que se verifica uma mudança de estratégia relativamente a estes indicadores.

Quanto aos resultados empíricos, a matriz de correlação de Pearson permitiu verificar uma correlação entre a variável dependente TRL e as demais variáveis independentes, à exceção da variável OPC, sendo este um preceito necessário e indispensável a um bom modelo. Relativamente aos acentuados coeficientes de correlação verificados entre as variáveis independentes e por forma a confirmar a inexistência de multicolinearidade, recorreu-se aos testes de VIF e tolerância que confirmaram a não existência de multicolinearidade.

Os resultados alcançados através do modelo econométrico de regressão permitem verificar, no que toca à variável DIM, que à medida que aumenta a DIM diminui o nível de TRL, não sustentando a hipótese 1.

Apesar de as hipóteses 2 e 3 estabelecerem uma relação ambígua relativamente as variáveis END e MP, verificou-se a existência de uma relação negativa entre estas e a TRL, constatando-se que as empresas menos alavancadas possuem um maior nível de tesouraria, ou seja, não utilizam o crédito como um substituto de caixa.

O resultado obtido da variável OPC está de acordo com o previsto na hipótese 4, pelo que se conclui que empresas com oportunidades de crescimento elevadas tendem a aumentar os níveis de tesouraria, tornando-se deste modo menos dependentes de recursos alheios.

Relativamente ao CCC e contrariando a hipótese 5, verificou-se que as empresas tendem a diminuir o seu CCC de caixa e a aumentar a TRL.

De um modo geral, conclui-se que TRL da média das PME portuguesas foi afetada pelas estratégias tomadas quanto à diminuição do END, MP e CCC com o objetivo presente de crescimento, como se verifica nas variáveis independentes DIM e OPC.

Quando inserida a variável *dummy* no modelo de regressão, os resultados obtidos levam-nos a concluir que apenas as variáveis END, MP e CCC são explicativas como determinantes da TRL. Realça-se o facto de a variável Crise não possuir capacidade explicativa quanto a variável dependente.

5.2. Contributos, limitações e linhas para futuras investigações

O presente estudo pretende, ainda que de forma modesta, acrescentar algum conhecimento empírico adicional à temática da gestão de tesouraria, contribuindo para o enriquecimento da investigação científica nesta área. Assim, apoiará para uma melhor compreensão das decisões quanto à gestão de tesouraria das empresas portuguesas, auxiliando como instrumento de gestão para as empresas e os seus gestores.

Como limitações do estudo apresenta-se o facto de a base de dados apenas dispor a média dos indicadores das PME e a falta de dados desagregados por sector de atividade que possibilitaria uma análise mais específica. Outra das limitações é o facto de apenas se terem utilizado dados financeiros, pelo que a utilização de outro tipo de dados, nomeadamente as opiniões dos gestores através de inquéritos ou entrevistas, permitiria um melhor esclarecimento quanto à tomada de decisões e estratégias tomadas pelas empresas.

Quanto a futuras investigações sobre esta temática, sugere-se o alargamento a outros países da UE que não foram alvo de um resgate financeiro, por forma a verificar pontos convergentes e divergentes.

6. Bibliografia

- Aiginger, K. (2009). The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences. WIFO Working Paper.
- Akbar, S., Ormrod, P., & Rehman, S. u. (outubro de 2011). The Impact of Recent Financial Shocks on the Financing and Investment Policies of UK Private Firms. *INTERNATIONAL REVIEW OF FINANCIAL ANALYSIS*. Obtido em 21 de julho de 2015
- Banco de Portugal. (2011). *Relatório do Conselho de Administração*. Departamento de estudos económicos; Departamento de contabilidade e controlo. Lisboa: Banco de Portugal. Obtido em 22 de junho de 2015, de https://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/ra_10_p.pdf
- Bastardo, C., & Gomes, A. (1995). *O Financiamento e as Aplicações Financeiras das Empresas*. Lisboa: Texto Editora.
- Bento, V., Machado, J. F., & Leite, A. N. (março de 2009). A crise financeira e económica internacional. *Relações Internacionais*, 21. Lisboa. Obtido em 18 de junho de 2015, de http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-91992009000100011&lng=pt&nrm=iso
- Bigelli, M., & Vidal, J. S. (Dezembro de 2009). Cash Holdings in Private Firms. doi:10.2139/ssrn.1470131
- Catelli, A., Parisi, C., & Santos, E. (2001). Revista do Serviço Público da ENAP - Escola Nacional de Administração Pública. n.º3.
- Causse, G., & Lacrampe, S. (1983). *Métodos de Gestão da Tesouraria*. Rés Formalpress.
- Centro de Estudos Sociais, L. A. (2013). *Crise: Identificar os problemas para construir as alternativas*. Laboratório Associado Universidades Coimbra. Coimbra: Universidade Coimbra.
- Conselho Europeu. (dezembro 2008). *Presidency Conclusions*. Obtido em 12 de outubro de 2015, de <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-17271-2008-REV-1/pt/pdf>
- Conselho Europeu. (março 2008). *Presidency Conclusions*. Obtido em 12 de outubro de 2015, de <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-7652-2008-REV-1/pt/pdf>
- Conselho Europeu. (outubro 2008). *Presidency Conclusions*. Obtido em 12 de outubro de 2015, de <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-14368-2008-REV-1/pt/pdf>

- Costa, S. (2014). *Impacto da crise na performance económico-financeira das empresas*. Dissertação de Mestrado, Instituto Politécnico de Setúbal, Setúbal.
- Duarte, C. A. (2009). *Gestão de Tesouraria: Técnicas Aplicáveis a uma Organização*. Dissertação de Mestrado, Universidade de Aveiro, Departamento de Economia, Gestão e Engenharia Industrial, Aveiro.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. (E. F. Management, Ed.) 10, pp. 295-319. Obtido em 02 de novembro de 2015, de http://docentes.fe.unl.pt/~mferreira/index_files/cash.pdf
- Franzblau, A. (1958). *A primer of statistics for non-statisticians*. Oxford, England: Harcourt, Brace & World.
- Gill, A., & Shah, C. (1 de Janeiro de 2012). Determinants of Corporate Cash Holdings: Evidence from Canada. 4, pp. 70-79. doi:<http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Guney, Y., Ozkan, A., & Ozkan, N. (2007). International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. 17. Obtido em 02 de Novembro de 2015, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1517110
- Hoji, M. (2000). *Administração Financeira, uma abordagem prática*. São Paulo, Atlas.
- International Monetary Fund. (Junho de 2011). *Portugal: Request for a Three-Year Arrangement Under the Extended Fund Facility*. European Department in Consultation with Other Departments. Washington, D.C.: FMI, International Monetary Fund. Obtido em 10 de outubro de 2015, de <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11127.pdf>
- Islam, S. (16 de Março de 2012). Manufacturing Firms' Cash Holding Determinants: Evidence from. 7, pp. 172-184. Obtido em 02 de Novembro de 2015, de <http://www.ccsenet.org/journal/index.php/ijbm/article/view/13533/10610>
- Jornal Oficial da União Europeia. (06 de maio de 2003). Recomendação da Comissão relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas. (Jornal Oficial da União Europeia, Ed.) Obtido em 07 de maio de 2015, de Europa.eu: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003H0361&from=PT>
- Krugman, P. (2009). *O Regresso da Economia da Depressão e a Crise Actual*. Lisboa: Editorial Presença.
- Krugman, P. (02 de April de 2010). Financial Reform 101. *New York Times*, A23. Obtido em 20 de outubro de 2015, de http://www.nytimes.com/2010/04/02/opinion/02krugman.html?_r=0

- Leiritz, A. (1994). *Bases da Gestão Financeira*. (Sedifor, Ed., & A. Moreira, Trad.) Lisboa: Ediprisma.
- Lochard, J. (1992). *Compreender a Gestão em schemacolor* (3.ª ed.). (A. Moreira, Trad.) Lisboa: Ediprisma.
- Marconi, M. A., & Lakatos, E. M. (2003). *Fundamentos de Metodologia Científica* (5.ª ed.). São Paulo, Brasil: Editora Atlas.
- Marôco, J. (2003). *Análise Estatística: com utilização do SPSS* (Vol. 2.a Edição). Lisboa: Edições Silabo.
- Marôco, J., & Bispo, R. (2005). *Estatística Aplicada às Ciências Sociais e Humanas*. Lisboa: Climepsi Editores.
- Marques, L. D. (Outubro de 2000). *Modelos Dinâmicos com Dados em Painel: revisão de literatura*. Porto: Centro de Estudos Macroeconómicos e Previsão, Faculdade de Economia do Porto.
- Mazzucchelli, F. (novembro de 2008). A crise em perspectiva: 1929 e 2008. *Novos Estudos - CEBRAP*, 82. São Paulo. Obtido em 01 de julho de 2015, de http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-33002008000300003&lng=en&tlng=pt.10.1590/S0101-33002008000300003
- Menezes, H. C. (1999). *Princípios de Gestão Financeira* (Vol. 7). Lisboa: Editorial Presença.
- Mota, A. G., Barroso, C. D., Nunes, J. P., & Ferreira, M. A. (2010). *Finanças da Empresa* (3.ª ed.). (M. Robalo, Ed.) Lisboa: Sílabo.
- Nabais, C., & Nabais, F. (2007). *Prática Financeira II - Gestão Financeira* (2.ª ed.). Lisboa: Lidel.
- Neves, J. C. (2000). *Análise Financeira - Vol. I Técnicas Fundamentais* (12.ª ed., Vol. I). (I. Texto Editora, Ed.) Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J. C. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão*. Lisboa: Texto Editores.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. 52, pp. 3-46. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de <http://fisher.osu.edu/supplements/10/10402/Determinants-cash-holdings.pdf>
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. 9, pp. 2103-2134. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de http://www.ibrarian.net/navon/paper/Corporate_cash_holdings__An_empirical_investigati.pdf?paperid=1586254

- Parlamento Europeu e do Conselho. (23 de fevereiro de 2011). Directiva 2011/7/UE do Parlamento Europeu e do Conselho. Jornal Oficial da União Europeia. Obtido em 27 de janeiro de 2016, de <http://www.gpp.pt/parca/Equidade/Legislacao/Diretiva%202011-7-UE%20prazos%20pagamento.pdf>
- Paulo, S. (abril de 2011). *ec.europa.eu*. (F. R. Schuman, Ed.) Obtido em 18 de junho de 2015, de http://ec.europa.eu/portugal/pdf/informa/publicacoes/resposta_crise_ue_pt.pdf
- Pereira, J. M. (12 de Maio de 2014). €360 mil milhões de dívidas incobráveis na Europa. *Expresso*. Obtido em 8 de dezembro de 2014, de Expresso: <http://expresso.sapo.pt/8364360-mil-milhoes-de-dividas-incobreveis-na-europa=f869669>
- Pinho, C., & Tavares, S. (2005). *Análise Financeira e Mercados*. Editora Áreas.
- Portal da empresa*. (2015). Obtido em 10 de Fevereiro de 2015, de Portal da empresa: http://www.portaldaempresa.pt/CVE/pt/FerramentasdeApoio/Guiao/listagem_gui_expans%C3%A3o/gui_leasing_compra_de_viaturas.htm?Stage=1
- Reis, E. (2008). *Estatística Descritiva* (7.ª ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Reis, E., Melo, P., Andrade, R., & Calapez, T. (1999). *Estatística Aplicada*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Rita, R. M. (2003). *As teorias da estrutura de capitais: evidência empírica das empresas Portuguesas*. Évora: Universidade Évora.
- Saddour, K. (2006). The Determinants and the Value of Cash Holdings: Evidence from French firms. pp. 1-33. Obtido em 03 de Novembro de 2015, de http://www.cereg.dauphine.fr/cahiers_rech/cereg200606.pdf
- Saias, L., Carvalho, R., & Amaral, M. C. (1998). *Instrumentos Fundamentais de Gestão Financeira* (3.ª ed.). Lisboa: Universidade Católica Editora.
- Santos, A. (1987). *Análise Financeira, conceitos, técnicas e aplicações*. Lisboa: INIEF.
- Schlenkhoff, G. H. (2009). *Can Great Depression Theories Explain the Great Recession?* Oestrich-Winkel: European Business School. Obtido de https://mpra.ub.uni-muenchen.de/19781/1/MPRA_paper_19781.pdf
- Sharpe, W. F., Alexander, G., & Bailey, J. (1995). *Investments* (6.ª ed.). Upper Saddle River, New Jersey: Prentice Hall.

- Standard & Poor's, s. (2015). Obtido em 18 de março de 2015, de Standard & Poor's Ratings Services:
<http://www.standardandpoors.com/ratings/definitions-and-faqs/pt/la>
- Teruel, P. J., & Solano, P. M. (Dezembro de 2004). On the Determinants of SMEs Cash Holding: Evidence from Spain. pp. 1-38. Obtido em 05 de Novembro de 2015, de
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=695163
- Totta, S. (2015). Obtido em 10 de Fevereiro de 2015, de Santander Totta:
https://www.santandertotta.pt/pt_PT/Empresas/Produtos/Negocio-Internacional/Trade-Services/Credito-Documentarios.html#/?_state_=eylyNjM3NzI4NF8xMzcyODQxNDk3NjQ5Ijp7InNIY2Npb24iOiIyIn19
- Tvi24/LF. (18 de Fevereiro de 2014). *Tvi24*. Obtido em 8 de dezembro de 2014, de
<http://www.tvi24.iol.pt/economia/banco-bic/mira-amaral-admite-que-pme-tem-falta-de-liquidez>
- Vieira, C. M. (2013). *Impacto da Crise no Financiamento das Empresas Portuguesas*. Porto: Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Xará, J. S. (2013). *Determinantes da liquidez: Evidência Empírica nas PME*. Aveiro: Dissertação Mestrado.

Anexos

Dados SPSS: Coeficientes de correlação, diagnóstico de multicolinearidade e modelos de regressão

Correlações entre variáveis

		Tesouraria Liquida	Dimensão	Endividamento	Maturidade Passivo	Oportunidades Crescimento	Ciclo Conversão Caixa
Tesouraria Liquida	Correlação de Pearson	1	,825**	-,730*	-,858**	,293	-,926**
	Sig. (2 extremidades)		,006	,026	,003	,444	,000
	N	9	9	9	9	9	9
Dimensão	Correlação de Pearson	,825**	1	-,443	-,972**	,617	-,693*
	Sig. (2 extremidades)	,006		,233	,000	,077	,039
	N	9	9	9	9	9	9
Endividamento	Correlação de Pearson	-,730*	-,443	1	,466	,061	,629
	Sig. (2 extremidades)	,026	,233		,206	,875	,070
	N	9	9	9	9	9	9
Maturidade Passivo	Correlação de Pearson	-,858**	-,972**	,466	1	-,498	,705*
	Sig. (2 extremidades)	,003	,000	,206		,173	,034
	N	9	9	9	9	9	9
Oportunidades Crescimento	Correlação de Pearson	,293	,617	,061	-,498	1	-,118
	Sig. (2 extremidades)	,444	,077	,875	,173		,763
	N	9	9	9	9	9	9
Ciclo Conversão Caixa	Correlação de Pearson	-,926**	-,693*	,629	,705*	-,118	1
	Sig. (2 extremidades)	,000	,039	,070	,034	,763	
	N	9	9	9	9	9	9

** . A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

* . A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

Diagnóstico de multicolinearidade

Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.	Estatísticas de colinearidade	
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF
	1	(Constante)	8923339,084			1345490,876	6,632
	Endividamento	-616589,160	2019465,497	-,032	,775	,567	1,764
	Maturidade Passivo	-7321869,408	1318078,708	-,781	,005	,317	3,151
	Oportunidades Crescimento	194434,983	90390,858	,219	,098	,605	1,654
	Ciclo Conversão Caixa	-1271,020	1738,471	-,096	,505	,365	2,741

a. Variável Dependente: Dimensão

Modelo de regressão

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	6535689,940	1072379,404		6,095	,009
	Dimensão	-,425	,115	-,867	-3,690	,035
	Endividamento	-2618133,404	470098,903	-,278	-5,569	,011
	Maturidade Passivo	-4609465,861	895385,057	-1,004	-5,148	,014
	Oportunidades Crescimento	119034,923	30547,427	,274	3,897	,030
	Ciclo Conversão Caixa	-3970,552	425,945	-,611	-9,322	,003

a. Variável Dependente: Tesouraria Liquida

Resumo do modelo^b

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança					Durbin-Watson
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F	
1	,998 ^a	,996	,989	15472,71227	,996	143,924	5	3	,001	3,391

a. Preditores: (Constante), Ciclo Conversão Caixa, Oportunidades Crescimento, Endividamento, Maturidade Passivo, Dimensão

b. Variável Dependente: Tesouraria Liquida

Modelo de regressão (Crise)

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	t	Sig.
		B	Erro Padrão	Beta		
1	(Constante)	6639202,225	1190937,989		5,575	,031
	Dimensão	-,368	,151	-,751	-2,434	,135
	Endividamento	-2660424,960	521522,329	-,283	-5,101	,036
	Maturidade Passivo	-5167251,439	1277548,281	-1,125	-4,045	,056
	Oportunidades Crescimento	100068,183	43527,321	,230	2,299	,148
	Ciclo Conversão Caixa	-3416,304	933,284	-,526	-3,661	,067
	Crise	-48314,650	70325,217	-,164	-,687	,563

a. Variável Dependente: Tesouraria Liquida

Resumo do modelo^b

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa	Estatísticas de mudança					Durbin-Watson
					Alteração de R quadrado	Alteração F	df1	df2	Sig. Alteração F	
1	,998 ^a	,997	,987	17045,25346	,997	98,906	6	2	,010	2,950

a. Preditores: (Constante), Crise, Endividamento, Oportunidades Crescimento, Ciclo Conversão Caixa, Maturidade Passivo, Dimensão

b. Variável Dependente: Tesouraria Liquida