

Carla Sofia Freitas Leite

DETERMINANTES DA RENDIBILIDADE E ESTRUTURA DE CAPITAIS: EVIDÊNCIA NAS EMPRESAS DA EURONEXT LISBOA

Trabalho de Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Gestão de
Empresas

Orientadora: Professora Doutora Albertina Paula Moreira Monteiro

Instituto Superior de Administração e Gestão

PORTO, NOVEMBRO DE 2020

Declaração de honra

Eu, Carla Sofia Freitas Leite, abaixo assinado, aluna do mestrado em Gestão de Empresas do ISAG – Instituto Superior de Administração e Gestão, com o n.º 171260005, declaro por minha honra que o presente trabalho académico foi elaborado exclusivamente por mim e respeita os direitos de autor e não contém qualquer plágio.

Por ser verdade e me ter sido solicitada apresento esta declaração que vai assinada por mim.

Porto, 02/11/2020

Carla Sofia Freitas Leite

Agradecimentos

Na realização da presente dissertação de mestrado em Gestão de Empresas contei com o apoio de diversas pessoas, às quais pretendo expressar a minha gratidão.

Agradeço à Professora Doutora Albertina Monteiro por todo o apoio e dedicação ao longo de toda a execução deste estudo, sem a sua ajuda grande parte deste trabalho não teria sido possível.

Agradeço também à Professora Doutora Liliana Pereira pela sua disponibilidade e conhecimentos que transmitiu acerca dos testes estatísticos e do *software* SPSS que foram importantes no processo de análise estatística dos dados.

Deixo também um especial agradecimento aos meus pais por todo o apoio e incentivo, e aos restantes professores do ISAG pela partilha de conhecimento ao longo do mestrado.

Dedicatória

Dedico este trabalho aos meus pais.

Resumo

Nas últimas décadas, os indicadores da estrutura de capitais e rentabilidade das empresas tem sido do interesse de vários investigadores, assim como os seus determinantes. Este estudo visa analisar a evolução, no período de 2014 a 2018, dos indicadores liquidez, estrutura de capitais e rentabilidade, assim como, analisar o impacto dos indicadores Liquidez Geral (LG), Ciclo de Conversão de Caixa (CCC), Fluxo de Caixa Operacional (FCO) e estrutura do ativo na rentabilidade e estrutura de capitais das empresas cotadas em bolsa pertencentes à Euronext Lisboa. Este estudo segue a abordagem quantitativa. Os dados, obtidos de Relatório e Contas e da base de dados SABI, são analisados estatisticamente no *software* estatístico SPSS, versão 24. No período em análise (2014-2018), a maioria das empresas evidenciam valores sem variações significativas ao longo dos anos nos diferentes indicadores. Os resultados revelam que os indicadores de liquidez (LG, CCC e FCO) influenciam significativamente a rentabilidade e estrutura de capitais das empresas, com exceção da estrutura do ativo que não mostra impacto significativo com as variáveis dependentes. Os resultados deste estudo são importantes para a prática e para a teoria. Em termos práticos, este estudo revela-se pertinente para os gestores financeiros das empresas de modo a que percebam a importância da gestão de liquidez no alcance de uma estrutura de capitais adequada e de boa rentabilidade empresarial. Para a teoria, dada a escassez de estudos em Portugal sobre esta temática.

Palavras Chave: Rentabilidade, liquidez, endividamento, indicadores financeiros, estrutura de capitais

Abstract

In recent decades, the indicators of capital structure and profitability of companies have been of interest to several researchers, as well as their determinants. This study aims to analyze the evolution, in the period from 2014 to 2018, of the liquidity indicators, capital structure and profitability, as well as, analysis or impact of the indicators General Liquidity (LG), Cash Conversion Cycle (CCC), Cash Flow Operational Caixa (FCO) and active profitability structure and capital structure of companies listed on Euronext Lisbon. This study follows a quantitative approach. The data, recorded in the Accounts Report and in the SABI database, are analyzed statistically without SPSS statistical software, version 24. In the period under review (2014-2018), most companies prove values without change over the years in the different indicators. The results revealed on the liquidity indicators (LG, CCC and FCO) influence the profitability and capital structure of companies, except for the asset structure that does not show a significant impact with the dependent variables. The results of this study are important for practice and theory. In practical terms, this study proves to be relevant for the financial managers of companies so that they understand the importance of liquidity management in achieving an adequate capital structure and good corporate profitability. For a theory, given the scarcity of studies in Portugal on this topic.

Keywords: Profitability, liquidity, indebtedness, financial indicators, capital structure

Abreviaturas e Siglas

CCC – Ciclo de Conversão de Caixa
FCO – Fluxo de Caixa Operacional
FSE – Fornecimentos e Serviços Externos
IVA – Imposto sobre Valor Acrescentado
LG – Liquidez Geral
LI – Liquidez Imediata
LR – Liquidez Reduzida
NCRF – Norma Contabilística de Relato Financeiro
PMI – Prazo Médio de Inventários
PMP – Prazo Médio de Pagamentos
PMR – Prazo Médio de Recebimentos
RBV – Rendibilidade Bruta das Vendas
RCP – Rendibilidade de Capitais Próprios
RLA – Rendibilidade Líquida do Ativo
RLV – Rendibilidade Líquida das Vendas
ROA – Rendibilidade Operacional do Ativo
ROV – Rendibilidade Operacional das Vendas
SPSS - *Statistical Package for the Social Sciences*
WACC - *Weighted Average Cost of Capital*

Índice Geral

Declaração de honra.....	ii
Agradecimentos.....	iii
Dedicatória	iv
Resumo	v
Abstract	vi
Abreviaturas e Siglas.....	vii
Índice de Figuras	x
Índice de tabelas.....	xi
Índice de Fórmulas	xii
1. INTRODUÇÃO E IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA PROPOSTO	1
2. REVISÃO DE LITERATURA	4
2.1. Gestão de liquidez.....	4
2.1.1. Conceito e análise da liquidez.....	4
2.1.2. Fatores importantes na gestão de liquidez	5
2.1.3. Indicadores de liquidez	6
2.1.3.1. Liquidez geral	6
2.1.3.2. Liquidez reduzida	6
2.1.3.3. Liquidez imediata	7
2.1.3.4. Ciclo de conversão de caixa	8
2.1.3.5. Gestão do fluxo de caixa	10
2.2. Estrutura do ativo	12
2.3. Rendibilidade	13
2.3.1. Rendibilidade das vendas	13
2.3.2. Rendibilidade dos capitais investidos	15
2.4. Estrutura de capitais.....	16
2.5. Relação entre liquidez, estrutura do ativo, rendibilidade e estrutura de capitais	19
3. METODOLOGIA DA PESQUISA	21

4. HIPÓTESES E MODELO DE ANÁLISE.....	25
5. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS	30
5.1. Análise estatística descritiva.....	30
5.1.1. Análise da evolução dos indicadores de liquidez, estrutura do ativo, rendibilidade e estrutura de capitais.....	31
5.2. Análise do modelo proposto	36
5.2.1. Análise da correlação entre as variáveis.....	36
5.2.2. Análise da regressão entre as variáveis.....	39
5.3. Análise e discussão dos resultados.....	44
6. CONCLUSÃO.....	48
7. LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES.....	50
Referências bibliográficas.....	51
Webgrafia	59

Índice de Figuras

Figura 1 - CCC e ciclo operacional	8
Figura 2 - Teorias das estruturas de capitais	17
Figura 3 - Teoria do Trade-Off	18
Figura 4 - Modelo conceptual proposto.....	25
Figura 5 - Evolução da LG	31
Figura 6 - Evolução do CCC	32
Figura 7 – Evolução do FCO.....	33
Figura 8 - Evolução da estrutura do ativo.....	34
Figura 9 - Evolução da ROV	35
Figura 10 - Evolução da estrutura do capital (endividamento).....	36

Índice de tabelas

Tabela 1 – Empresas cotadas na Euronext Lisboa	21
Tabela 2 – Designação e setor de atividade das empresas que compõem a amostra	22
Tabela 3 - Fórmula de Cálculo das variáveis em estudo.....	23
Tabela 4 - Resultados esperados das hipóteses formuladas em estudo.....	26
Tabela 5 - Estatísticas descritivas das 29 empresas cotadas em bolsa	30
Tabela 6 - Teste da normalidade de Kolmogorov-Smirnova.....	37
Tabela 7 - Correlações entre variáveis independentes e rentabilidade (ROV)	38
Tabela 8 - Correlação entre variáveis independentes e estrutura do capital (endividamento)	39
Tabela 9 - Capacidade explicativa das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV	40
Tabela 10 - Validade do modelo das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV	40
Tabela 11 - Nível de significância das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV	41
Tabela 12 - Capacidade explicativa das variáveis LG, CCC, FCO em relação ao endividamento	41
Tabela 13 - Validade do modelo das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação ao endividamento.....	42
Tabela 14 - Nível de significância da variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação ao endividamento.....	42
Tabela 15 - Capacidade explicativa do CCC em relação ao endividamento	43
Tabela 16 - Nível de significância do CCC em relação ao endividamento.....	43
Tabela 17 – Resultados das hipóteses formuladas	44

Índice de Fórmulas

Fórmula 1 – Cálculo LG	6
Fórmula 2 - Cálculo LR	7
Fórmula 3 – Cálculo LI	7
Fórmula 4 – Cálculo PMP	9
Fórmula 5 – Cálculo PMR	9
Fórmula 6 -Cálculo PMI	10
Fórmula 7 – Cálculo CCC	10
Fórmula 8 - Cálculo FCO	12
Fórmula 9 – Cálculo Estrutura do ativo	13
Fórmula 10 – Cálculo RBV.....	14
Fórmula 11 – Cálculo ROV	14
Fórmula 12 – Cálculo RLV	14
Fórmula 13 – Cálculo Endividamento	16

1. INTRODUÇÃO E IDENTIFICAÇÃO DO PROBLEMA PROPOSTO

A análise da rentabilidade visa aferir a eficiência dos recursos utilizados e os meios postos à disposição de uma determinada empresa. Segundo Gitman (2010), uma empresa pode ter um elevado nível de rentabilidade e estar com problemas financeiros. Para o autor, a continuidade das operações da empresa depende de uma liquidez suficiente, que permita solver os seus compromissos à medida que se vão vencendo, e da obtenção de bons níveis de rentabilidade. Para Braga (1989), a exigência de liquidez de uma empresa depende da natureza peculiar da mesma, referindo que não existe, regras específicas a utilizar na análise do nível ótimo de liquidez e do seu impacto na rentabilidade. Desta forma e ainda segundo o mesmo autor, relacionar ambos os conceitos, de liquidez e de rentabilidade, é imprescindível para alcançar o sucesso e evitar imprevistos, dado que estes dois conceitos, através de diversos indicadores, ajudam a verificar a situação da empresa em termos financeiros e económicos.

Segundo Pimentel e Lima (2011), a gestão de liquidez visa garantir a disponibilidade de recursos de forma a fazer face aos compromissos à medida que se vão vencendo e aplicar os recursos quando excedentes, de forma a proporcionar a melhor rentabilidade à empresa. Estes autores, descrevem que o sucesso económico é apurado pela intensidade do resultado operacional, proporcionado por um determinado investimento, depois de retirados os custos decorrentes desse mesmo investimento.

Matias (2007), refere que a liquidez em excesso não se mostra favorável à rentabilidade da empresa porque os ativos não correntes geram maior rentabilidade que os ativos correntes. Desta forma, Braga (1989) defende que atingir um nível de liquidez e rentabilidade ótimo é um desafio que a gestão financeira tem de enfrentar.

Contudo a gestão adequada de liquidez e da rentabilidade são questões muito importantes para a sobrevivência e crescimento das empresas, uma vez que (Neto, 2000):

- O lucro não se traduz em liquidez em todos os casos;
- Uma empresa pode ser lucrativa sem necessariamente ser líquida;
- A liquidez deve ser gerida de forma a obter um nível ótimo, ou seja, um nível que evite o excesso de liquidez;
- O excesso de liquidez pode traduzir uma má gestão financeira;
- O nível de liquidez também não deve cair abaixo do requisito mínimo, uma vez que levará à incapacidade da organização de cumprir devidamente as obrigações de curto prazo.

Para Pass e Pike (1984), uma das razões que pode causar a liquidação da empresa é a falta de liquidez e a incapacidade de obter resultados adequados. Para evitar esta situação, os mesmos autores indicam que as empresas devem desenvolver estratégias que permitam melhorar a liquidez e os fluxos de caixa, estratégias estas que estão associadas à área de gestão financeira e que são, normalmente, descuidadas, essencialmente, quando as condições são favoráveis ao negócio.

A gestão de liquidez é vista a partir dos indicadores de Liquidez Geral (LG), do Ciclo Conversão Caixa (CCC) e Fluxo de Caixa Operacional (FCO) (Owolabi e Obida, 2012). Estes fatores, juntamente com a estrutura do ativo, poderão ter impacto no resultado das empresas, permitindo aos gestores melhorar a rendibilidade da empresa. Owolabi e Obida (2012), referem que isto é possível através de boas práticas associadas ao CCC curto e procedimentos eficazes da gestão do fluxo de caixa.

Ao longo dos anos tem surgido várias teorias e estudos acerca da estrutura ótima de capital de uma empresa, no entanto, nenhuma delas garante a existência de uma estrutura ideal (Ozkan, 2001). A estrutura de capital é representada pelo rácio de endividamento, sendo este bastante utilizado para medir a estabilidade financeira da empresa.

Neste estudo, dada a importância atribuída à relação existente entre liquidez, estrutura do ativo, estrutura de capitais e rendibilidade das empresas, coloca-se a seguinte questão: **A liquidez e estrutura do ativo têm impacto na estrutura de capitais e rendibilidade das empresas?**

No sentido de dar resposta a esta questão, este estudo analisa a evolução, no período de 2014 a 2018, dos indicadores de liquidez, estrutura do ativo, endividamento e rendibilidade, assim como o impacto dos indicadores de liquidez e estrutura do ativo no endividamento e na rendibilidade das empresas cotadas pertencentes à Euronext Lisboa. A escolha por estas empresas deve-se ao facto do relatório e contas das mesmas estar publicado, o que facilita o processo de recolha de dados.

Este estudo revela-se pertinente para a teoria e prática, pelo facto dos estudos existentes acerca desta temática serem escassos e relevantes para uma melhor compreensão dos fatores que influenciam a rendibilidade e a estrutura de capital das empresas.

Esta pesquisa assenta numa análise de conteúdos como técnica de recolha de dados, sendo quantitativa a abordagem metodológica. Os dados serão analisados no *software Statistical Package for the Social Sciences (SPSS)*, versão 24.

Este trabalho está organizado da seguinte forma. Após a introdução, procede-se à revisão da literatura, onde são abordados e relacionados os principais temas deste estudo. De seguida apresentam-se a metodologia, as hipóteses de investigação e o modelo de análise. Posteriormente, realiza-se a análise dos dados e discute-se os resultados. Por fim, apresentam-se as principais conclusões e limitações deste estudo.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Neste capítulo são abordados os principais indicadores relacionados com a gestão de liquidez, estrutura do ativo, rendibilidade e estrutura de capitais, assim como a relação entre os mesmos e a sua importância para o sucesso empresarial.

2.1. Gestão de liquidez

A gestão de liquidez é um conceito cada vez mais importante nos dias de hoje, especialmente devido à situação financeira e ao estado da economia mundial (Neto, 2007). Esta secção é dedicada ao conceito e análise da liquidez, aos fatores que afetam esta variável e aos principais indicadores que permitem a sua análise.

2.1.1. Conceito e análise da liquidez

Segundo Silveira *et al.* (2019), a literatura não apresenta um conceito preciso de liquidez, sendo, geralmente, definida como a capacidade de se negociar rapidamente uma elevada quantidade de ativo sem que o seu preço apresente variações significativas. O conceito de liquidez, segundo Ametefe *et al.* (2015), está associado aos custos de transação. Segundo Gastineau e Kritzman (1996), este tipo de custos são os incorridos pelo investidor aquando da execução de uma estratégia de investimento e envolvem todos os custos que afetam o negócio da empresa. Assim, a liquidez está relacionada com a capacidade da empresa em solver os seus compromissos correntes, bem como as necessidades inesperadas ao menor custo possível (Maness e Zietlow, 2005). Em geral, a liquidez corresponde à capacidade da empresa em ser lucrativa, de gerir eficientemente o ciclo financeiro e de tomar decisões estratégicas de investimento e financiamento (Moreira, 2001).

Silva (2013) defende que a partir da análise da liquidez é possível concluir acerca da capacidade da empresa em cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Segundo Braga (1989), a liquidez é dinâmica e altera-se na empresa a cada momento, pela realização de ativos e de passivos, e se a empresa possuir liquidez significa que possui capacidade de pagar pontualmente as suas dívidas. Desta forma, a empresa terá recursos suficientes para solver os seus compromissos, em tempo útil, e, possivelmente, poderá usufruir de descontos financeiros nas transações, aproveitar as oportunidades de mercado e obter credibilidade em termos financeiros (Dallbello, 1999). De salientar que a empresa precisa de possuir uma base financeira sólida para não estar muito dependente de capital de terceiros para gerir o negócio (Pimentel e Lima, 2011).

No entanto, a liquidez pode influenciar o acesso, no mercado, a recursos de longo prazo (Martins e Terra, 2015). Porém, uma eficiente gestão de liquidez pode, por um lado, trazer maior segurança à empresa em termos financeiros e, por outro lado, ter impacto positivo na rentabilidade (Forti *et al.* 2015).

Desta forma, a presença de liquidez é crucial para o normal funcionamento de uma empresa (Moreira, 2001). Segundo o mesmo autor, uma liquidez adequada pode apresentar-se vantajosa, dado que quanto mais líquida for uma empresa menos provável será a ocorrência de dificuldades financeiras, embora os ativos líquidos sejam menos rentáveis.

2.1.2. Fatores importantes na gestão de liquidez

As empresas devem manter um determinado volume de liquidez para conseguirem cumprir com as suas obrigações diárias, contudo, uma liquidez em excesso pode ser desaconselhada (Pandy, 2005). Segundo o mesmo autor, a exigência da liquidez difere de empresa para empresa e são vários os fatores que a determinam, como a natureza e dimensão da empresa, o ciclo de fabricação, as flutuações do negócio, a política da gestão de *stocks/Just-In-Time*, a rotatividade dos inventários, as condições de crédito, o crescimento e expansão das atividades, a eficiência operacional e as alterações ao nível do preço.

O risco de liquidez é um conceito que está associado à escassez de recursos (Palia e Porter, 2003). Segundo Silva (2013), o risco de liquidez reflete a incapacidade de a empresa cumprir com as suas obrigações em tempo útil. A literatura sugere dois tipos de risco de liquidez, nomeadamente, o risco de liquidez dos ativos, que surge quando uma transação não pode ser realizada a um preço considerado justo, e o risco de liquidez de financiamento, que está relacionado com a incapacidade de a empresa honrar os seus compromissos nas datas acordadas (Alcarva, 2011).

No entanto, as empresas, através de um plano de gestão de risco de liquidez, conseguem identificar uma crise de liquidez através de indicadores que denunciam situações de risco, tal como a diminuição de rácios de liquidez, o incremento de ativos ilíquidos, o aumento dos gastos de financiamento de curto prazo ou dos *spreads* de créditos de longo prazo ou até uma diminuição dos *ratings* (Pinho *et al.*, 2011).

Na gestão de liquidez podem ser analisados vários indicadores, os quais poderão ajudar na manutenção de um volume adequado de liquidez.

2.1.3. Indicadores de liquidez

O grupo de indicadores de liquidez são muito importantes para conhecer a situação financeira da empresa a curto prazo, dado que fornecem excelentes indicações de como está a saúde financeira da entidade (Pimentel e Lima, 2011). Segundo Matarazzo (2003), trata-se de indicadores que, ao relacionar ativos correntes com as dívidas de curto prazo, medem a solidez financeira de uma empresa a curto prazo. Segue-se a análise de cada um dos indicadores de liquidez, nomeadamente, da LG, Liquidez Reduzida (LR), Liquidez Imediata (LI), CCC e FCO.

2.1.3.1. Liquidez geral

A LG mede a capacidade de a empresa honrar as suas obrigações com os ativos de curto prazo (Neto, 2007 e Santos, 2008). Este indicador representa o fundo de maneo e revela-se importante para os credores, dado que indica a capacidade de uma empresa fazer face às suas dívidas de curto prazo com ativos que possuem a mesma característica (Moreira, 2001). A LG é calculada através da seguinte fórmula:

Fórmula 1 – Cálculo LG

$$LG = \frac{\text{Ativo corrente}}{\text{Passivo corrente}}$$

Fonte: Silva (2013)

O cálculo deste indicador, assenta na hipótese de que os inventários possam ser transformados em meios líquidos a tempo de solver as obrigações de curto prazo (Silva, 2013). A LG, de acordo com Matarazzo (2010, p.107), indica “a margem de folga para manobras de prazo e visa equilibrar as entradas e saídas do caixa. Quanto maiores os recursos, maior essa margem, maior a segurança da empresa, melhor a situação financeira”. De salientar que quanto mais elevado for este índice, maior será a liquidez da empresa a curto prazo, sendo desejável que ultrapasse pelo menos o valor de 1 (Santos, 2008).

2.1.3.2. Liquidez reduzida

O indicador de LR inclui o ativo corrente mais líquido, admitindo que existem ativos que demoram mais tempo a serem transformados em meios líquidos, pelo que exclui do numerador o ativo corrente de menor liquidez, ou seja, os inventários, os ativos biológicos e os ativos não correntes detidos para venda (Silva, 2013). Este indicador apresenta-se através do seguinte rácio:

Fórmula 2 - Cálculo LR

$$LR = \frac{\text{Ativo corrente} - \text{inventários} - \text{ativos biológicos} - \text{ativos não correntes det. p/venda}}{\text{Passivo corrente}}$$

Fonte: Silva (2013)

O resultado deste indicador, quando inferior a 1 pode indicar que a empresa, por um lado, tem dificuldades de pagamento das suas obrigações ou, por outro lado, faz uma boa gestão da tesouraria (Silva, 2013). Quando o resultado deste indicador for superior a 1 é sinal de que a empresa tem capacidade para solver as suas dívidas de curto prazo (Silva, 2013).

2.1.3.3. Liquidez imediata

A LI mede a capacidade de a empresa cumprir com as obrigações de curto prazo com os ativos mais líquidos (Silva, 2013). Segundo Neto (2010, p. 163), “esse quociente é normalmente baixo pelo pouco interesse das empresas em manterem recursos monetários em caixa, ativo operacionalmente de reduzida rendibilidade”. A LI é calculada com recurso à seguinte fórmula:

Fórmula 3 – Cálculo LI

$$LI = \frac{\text{Meios financeiros líquidos}}{\text{Passivo corrente}}$$

Fonte: Silva (2013)

Este índice é o que apresenta menor importância na análise da liquidez, pois relaciona os meios financeiros líquidos com passivos que se vencem em datas diferentes, ou seja, no grupo do passivo corrente haverá contas com vencimento dentro de poucos dias (5 ou 10 dias), assim como obrigações que vencerão dentro de 360 dias (Marion, 2010). De acordo com Martins *et al.* (2012), é provável que este índice seja relativamente baixo.

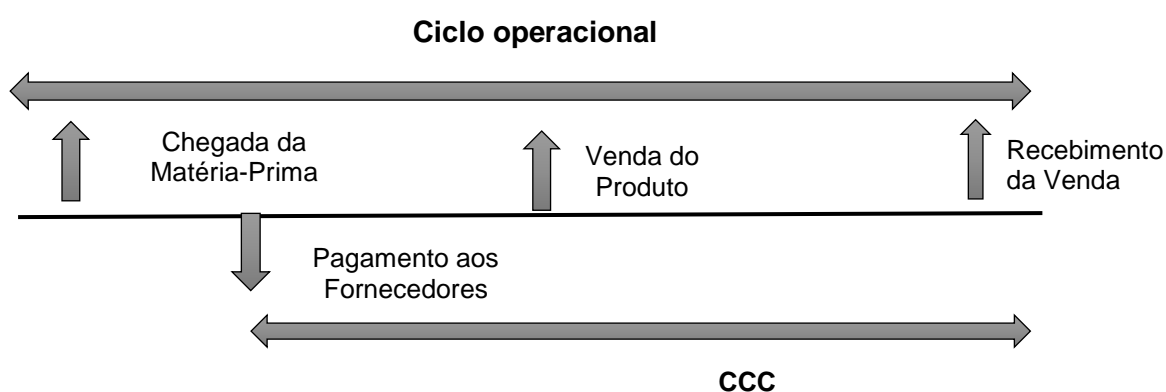
Na literatura sobre gestão de liquidez, vários autores dão importância aos três índices acima apresentados (Matarazzo, 1998; Cunha, 2013 e Sebastião, 2014). No entanto, outros autores analisam apenas o indicador da LG porque a análise deste indicador é suficiente para avaliar a situação financeira de uma empresa a curto e longo prazo, ou seja, permite visualizar a estabilidade financeira de uma empresa para um período alargado de tempo, enquanto que os restantes indicadores não permitem realizar uma análise tão aprofundada (Peixoto, 2017; Jedrzejczak-Gas, 2018).

2.1.3.4. Ciclo de conversão de caixa

O conceito de CCC, introduzido por Gitman (1974), tem como utilidade o controlo eficiente do fundo de maneio de uma empresa (Shin e Soenen, 1998). O CCC é determinado pela diferença entre o número de dias do ciclo operacional e o prazo médio de pagamento a fornecedores (Neto, 2012).

O ciclo operacional está relacionado com a forma como o produto se movimenta, ou seja, refere-se ao processo onde as matérias-primas são transformadas em produto acabado e convertidas em contas a receber, terminando quando as contas são recebidas (Ross *et al.*, 2000). O CCC corresponde ao ciclo operacional subtraído do período de contas a pagar, o que corresponde ao período entre as saídas e entradas de caixa da empresa (figura 1).

Figura 1 - CCC e ciclo operacional



Fonte: Adaptado Ross *et al.* (2002)

Da análise da figura 1, é possível verificar que o CCC corresponde à diferença do tempo entre o pagamento a fornecedores e o recebimento das vendas. O gestor financeiro, que deseje reduzir o CCC, deve ter em conta a duração do ciclo operacional, ou seja, o intervalo entre a compra, a produção, a armazenagem de produto acabado e a venda (Ross *et al.*, 2002). Por outro lado, deve também ter em conta os prazos dos pagamentos (intervalo entre a compra e o pagamento) e dos recebimentos (intervalo entre a venda e o recebimento) (Ross *et al.*, 2002).

Para Gitman (2010), o CCC corresponde ao tempo (dias ou meses) que a empresa espera para receber os valores correspondentes aos produtos vendidos. No entanto, a empresa tem um prazo estipulado com os seus fornecedores para a liquidação dos bens ou serviços adquiridos, logo, segundo o autor, para obter o valor do CCC subtrai-se o número de dias de recursos comprometidos com o ciclo operacional. Desta forma, segundo Deloof (2003), o CCC corresponde ao resultado entre o Prazo Médio de

Recebimento (PMR), Prazo Médio de Inventário (PMI) e ao Prazo Médio de Pagamento (PMP). Estes indicadores permitem visualizar o impacto financeiro das decisões ao nível do ciclo de exploração e verificar com maior exatidão os prazos associados à utilização dos recursos disponíveis da empresa (Gitman, 2010).

O PMP, de acordo com Silva (2013), indica, em dias ou meses, o tempo que decorre entre a compra do bem ou serviço e o pagamento aos fornecedores. Segundo Fernandes *et al.* (2014), um número reduzido neste rácio poderá indicar um fraco poder negocial da empresa devido a problemas de tesouraria. Neves (2012), acrescenta que um número elevado deste indicador pode indicar também que a empresa apresenta dificuldades em suprir com as suas obrigações, aumentando o prazo de pagamento a fornecedores. O PMP é calculado pela seguinte fórmula:

Fórmula 4 – Cálculo PMP

$$PMP = \frac{\text{Saldo médio de fornecedores}}{(\text{Compras} + \text{FSE}) * (1 + \text{taxa Iva})} * 365$$

Fonte: Silva (2013)

O PMR, segundo Silva (2013), indica, em dias ou meses, o período que decorre entre a venda ou prestação de serviços e o recebimento dos clientes. Este indicador assinala o tempo, em dias ou meses, que os clientes demoram, em termos médios, a pagar à empresa (Fernandes *et al.*, 2014). A fórmula do PMR é a seguinte:

Fórmula 5 – Cálculo PMR

$$PMR = \frac{\text{Saldo médio de clientes}}{\text{Volume de negócios} * (1 + \text{taxa de Iva})} * 365$$

Fonte: Silva (2013)

Quanto maior for o valor deste indicador, menor é a eficiência da política de crédito. Por outro lado, quanto maior a distância entre o PMR e o PMP concedido, menor é a eficácia da empresa ao nível da cobrança (Fernandes *et al.*, 2014). Desta forma, o ideal é que o PMR seja inferior ao PMP.

O PMI, segundo Pinho e Tavares (2005), reflete a permanência, em dias ou meses, dos inventários em armazém (em termos médios). O PMI, é calculado pela seguinte fórmula:

Fórmula 6 -Cálculo PMI

$$PMI = \frac{\text{Saldo médio dos inventários e ativos biológicos}}{\text{Custo da mercadoria vendida e matéria consumida}} * 365$$

Fonte: Pinho e Tavares (2005)

Contudo, os indicadores acima mencionados (PMP, PMR e PMI) são pouco relevantes para a gestão financeira se analisados isoladamente. Por meio da análise da relação entre estes indicadores, torna-se possível realizar o cálculo do CCC (Padachi, 2006), que se obtém da seguinte fórmula:

Fórmula 7 – Cálculo CCC

$$CCC = PMR + PMI - PMP$$

Fonte: Padachi (2006)

Esta fórmula relaciona o número de dias que são, em média, necessários para receber dos clientes, vender os inventários e pagar aos fornecedores. Quanto menor o PMR e o PMI e maior o PMP, melhor para a empresa, pois menor será o CCC (Hutchison et al., 2007). O somatório do PMR e PMI maior que o PMP indica que a empresa socorre ao capital próprio ou a capital de terceiros para financiar a sua atividade operacional. Neste caso, será necessário analisar o impacto do custo de financiamento no resultado da empresa.

A empresa pode diminuir o CCC através da redução (Bodie e Merton, 2000):

1. Do número de dias de inventários em armazém, através de uma melhor gestão de *stock*.
2. Do PMR, através da melhoria da eficiência do processo de cobrança, ou seja, da oferta de descontos aos clientes que pagam antecipadamente e da cobrança de juros sobre as contas vencidas.

2.1.3.5. Gestão do fluxo de caixa

O termo fluxo de caixa permite tirar conclusões acerca da situação financeira da empresa (Moreira, 2001), através da informação relativa a pagamentos e recebimentos de uma empresa para um determinado período de tempo (Ludícibus *et al.*, 2003). De acordo com estes autores, a gestão do fluxo de caixa é dividida em atividades com o objetivo de identificar se a sua natureza é operacional, de investimento ou de financiamento. Os fluxos de caixa provenientes das atividades operacionais são uma

medida importante, dado que indicam se as operações da empresa geram (ou não) fluxos de caixa suficientes para pagar empréstimos, dividendos e fazer novos investimentos, sem recorrer a financiamentos externos (Comissão de Normalização Contabilística, 2013).

Segundo Zdanowicz (2000), a gestão do fluxo de caixa é uma ferramenta que ajuda o gestor financeiro, para um determinado período, a planear, coordenar, organizar e controlar todos os recebimentos esperados e pagamentos programados. Contudo, o processo de planeamento da gestão do fluxo de caixa consiste na construção de uma estrutura capaz de processar e utilizar a informação de forma segura e que permita prever imprevistos futuros de caixa (Tofoli, 2008).

A gestão de fluxo de caixa, segundo Zdanowicz (2000), facilita a análise e escolha das linhas de crédito a obter de instituições bancárias, proporciona a relação entre os diferentes departamentos da empresa e a área financeira, permite avaliar as diferentes alternativas de investimentos e permite desenvolver um programa adequado de financiamentos e de aplicação de excedentes de caixa.

Desta forma, o fluxo de caixa quando bem planeado permite ao gestor visualizar, com antecedência, o nível de liquidez da empresa e evitar problemas que possam provocar, por exemplo, o corte de crédito, o cancelamento de encomendas e o descumprimento da meta de vendas (Neto e Silva, 1997). Face ao exposto, o mesmo autor salienta que a gestão de fluxo de caixa não diz respeito apenas à área financeira, mas também às principais áreas da empresa, como, por exemplo, à área de produção, área de compras, área administrativa e área de vendas.

Os objetivos associados à gestão do fluxo de caixa são (Zdanowicz, 2000):

- Procurar o equilíbrio entre os fluxos de entrada e de saída e o cumprimento das obrigações incorridas dentro do prazo estabelecido;
- Proporcionar uma visão estratégica da situação da empresa;
- Demonstrar quando a empresa precisa de captar recursos ou aplicá-los no caso de haver excedentes de caixa;
- Acompanhar o volume de vendas da empresa;
- Analisar a situação financeira dos clientes.

Na gestão de liquidez, o fluxo de caixa que se revela mais importante é o FCO. Este é calculado através do seguinte indicador:

Fórmula 8 - Cálculo FCO

$$FCO = \frac{\text{Fluxo de caixa operacional}}{\text{Passivo corrente}}$$

Fonte: Owolabi e Obida (2012)

O resultado deste indicador mostra a capacidade de a empresa fazer face ao passivo de curto prazo com os fluxos de caixa operacional, ou seja, mostra o fluxo de caixa que a empresa obtém da atividade operacional para fazer face às suas obrigações de curto prazo (Owolabi e Obida, 2012).

A gestão de fluxo de caixa é uma das ferramentas mais utilizadas em gestão financeira uma vez que auxilia na tomada de decisões, com consequente impacto no desempenho financeiro através da otimização dos recursos da empresa (Owolabi e Obida, 2012).

2.2. Estrutura do ativo

Segundo o parágrafo 14 da Norma Contabilística de Relato Financeiro (NCRF) 1 – Estrutura e conteúdo das demonstrações financeiras, “Um ativo deve ser classificado como corrente quando satisfizer qualquer um dos seguintes critérios: a) Espera-se que seja realizado, ou pretende-se que seja vendido ou consumido, no decurso normal do ciclo operacional da entidade; b) Esteja detido essencialmente para a finalidade de ser negociado; c) Espera-se que seja realizado num período até doze meses após a data do balanço; ou d) É caixa ou equivalente de caixa, a menos que lhe seja limitada a troca ou sejam usados para liquidar um passivo durante pelo menos doze meses após a data do balanço”. Para Lustosa (2009), os ativos correntes são os que possuem maior liquidez, ou seja, são os meios monetários ou os ativos convertíveis em meios monetários no curto prazo. Os ativos correntes podem ser, entre outros, as contas a receber, os inventários, os depósitos bancários e o dinheiro em caixa.

Segundo o parágrafo 14 da NCRF1 (2016), são ativos não correntes os que não se classificam em ativos correntes. Ribeiro (2009) defende que os ativos não correntes são responsáveis pelo funcionamento de uma empresa e são de longa duração, uma vez que a sua liquidez é menor, ou seja, demoram mais tempo que o ativo corrente para se transformar em meios monetários. Desta forma, para Neto (2010), o ativo não corrente inclui itens de baixa liquidez, ou seja, de lenta transformação em dinheiro, dado que estes não se destinam à venda, mas sim à operacionalização das atividades da empresa. Ribeiro (2009) considera os ativos não correntes como direitos realizáveis no longo prazo ou bens de uso permanente. Os ativos não correntes incluem os ativos tangíveis, intangíveis e financeiros cuja natureza seja de longo prazo (NCRF1, 2016).

A estrutura de ativo é medida através da seguinte fórmula:

Fórmula 9 – Cálculo Estrutura do ativo

$$Estrutura\ do\ Ativo = \frac{Ativos\ fixos\ tangíveis}{Ativo\ total}$$

Fonte: Lustosa e Ribeiro (2009)

Este indicador revela o peso dos ativos fixos tangíveis no total do ativo. Os ativos fixos tangíveis são os bens que dificilmente são convertidos em caixa ou equivalentes de caixa, desta forma, este indicador pretende mostrar qual o impacto deste tipo de ativos no total dos investimentos realizados na empresa (Ribeiro, 2009).

2.3. Rendibilidade

A rendibilidade das empresas constitui um importante tema nas obras de vários autores, uma vez que se trata de um indicador que permite analisar a capacidade da empresa em gerar lucro, ou seja, de obter rendimentos superiores aos gastos através de uma gestão eficiente dos recursos existentes (Fernandes, 2012).

Para Padoveze e Benedicto (2007), a análise da rendibilidade é considerada uma das mais importantes na análise das demonstrações financeiras, pois permite analisar o retorno do capital investido e a taxa de rendibilidade obtida. Segundo os mesmos autores, os recursos investidos nas organizações são provenientes de capital próprio, que representa os recursos investidos pelos sócios e acionistas, e/ou de capital de terceiros, que são os recursos obtidos de terceiros.

Gitman (2004, p.52) refere que, relativamente às medidas da rendibilidade, “como grupo, essas medições permitem ao analista avaliar os lucros da empresa em relação a certo nível de vendas, a certo nível de ativos ou ao volume de capital investido pelos proprietários. Sem lucros, uma empresa não poderia atrair capital externo. Os proprietários, credores e administradores, preocupam-se demais com o lucro, pois isso é visto como algo muito importante no mercado.” Desta forma, os principais indicadores de rendibilidade são a rendibilidade das vendas e a rendibilidade de capitais investidos.

2.3.1. Rendibilidade das vendas

O rácio rendibilidade das vendas relaciona os resultados com as vendas ou com uma grandeza de capital (Neves, 2012). A avaliação da rendibilidade das vendas é feita através dos seguintes indicadores: Rendibilidade Bruta das Vendas (RBV),

Rendibilidade Operacional das Vendas (ROV) e Rendibilidade Líquida das Vendas (RLV).

Segundo Silva (2013), a RBV indica a capacidade da empresa em gerar resultados a partir da sua atividade ou do seu volume de negócios. A margem bruta reflete a percentagem das vendas e serviços prestados que sobra para cobrir os restantes gastos. A RBV é calculada através da seguinte fórmula:

Fórmula 10 – Cálculo RBV

$$RBV = \frac{\text{Resultado bruto}}{\text{Volume de negócios}} * 100$$

Fonte: Silva (2013)

A ROV relaciona o resultado operacional gerado a partir do volume de negócios durante um determinado período. Calcula-se com base no resultado apurado antes de gastos de financiamento e impostos. Quanto maior o resultado da ROV maior a capacidade da empresa em obter resultados operacionais (Neves, 2012). Este indicador é calculado pela seguinte fórmula:

Fórmula 11 – Cálculo ROV

$$ROV = \frac{\text{Resultado operacional}}{\text{Volume de negócios}} * 100$$

Fonte: Neves (2012)

Segundo Silva (2013), a RLV considera o resultado líquido do período, ou seja, o resultado após a dedução de todos os gastos/perdas. De acordo com o autor, trata-se de um indicador frágil perante diversos fatores associados à empresa, como o setor de atividade, a política de gestão de inventários, a política de preços, entre outros. No cálculo da RLV utiliza-se a seguinte fórmula:

Fórmula 12 – Cálculo RLV

$$RLV = \frac{\text{Resultado líquido do período}}{\text{Volume de negócios}} * 100$$

Fonte: Silva (2013)

Este indicador revela o grau de eficiência da empresa, desta forma, quanto maior for o resultado deste indicador, maior é a capacidade da empresa em gerar resultados (Fernandes, 2012).

2.3.2. Rendibilidade dos capitais investidos

Segundo Matarazzo (2003), os indicadores de rendibilidade dos capitais investidos mostram o retorno dos capitais investidos na empresa. Da mesma forma, Martinewski (2009) refere que estes indicadores de rendibilidade indicam o grau de excelência económica da empresa.

Segundo Neto e Martins (1986), um investimento é lucrativo quando a rendibilidade é superior à que se poderia obter noutros investimentos. Na análise da rendibilidade dos capitais investidos, as suas principais bases de comparação são o ativo total e o capital próprio. No numerador, utiliza-se, normalmente, o resultado operacional ou resultado líquido do período (após o imposto sobre o rendimento). Assim, os indicadores de rendibilidade possibilitam relacionar o resultado operacional/líquido obtido pela empresa aos diferentes fatores a serem remunerados, permitindo avaliar a situação económica da empresa (Matarazzo, 2003; Tracy, 2004 e Gitman, 2010). Desta forma, a rendibilidade do investimento é avaliada através dos indicadores da Rendibilidade Operacional do Ativo (ROA), da Rendibilidade Líquida do Ativo (RLA) e da Rendibilidade do Capital Próprio (RCP).

Segundo Kassai, Santos e Neto (2000), para obter o valor da ROA divide-se o lucro operacional (antes do imposto sobre o rendimento) pelo investimento da empresa. Este indicador avalia o retorno do investimento, sendo que quanto maior o seu valor maior é a capacidade de a empresa gerar resultados operacionais através do ativo (Fernandes, 2012).

A RLA, segundo Gonçalves *et al.* (2012), determina a capacidade do ativo da empresa em gerar lucros. De acordo com Ross *et al.* (2013), para uma melhor interpretação da RLA é importante fazer uma comparação com períodos passados da empresa, a fim de verificar a sua evolução ao longo do tempo. Este indicador calcula-se dividindo o resultado líquido do período pelo ativo total.

A RCP é um indicador importante para os analistas e muito abordado na literatura por representar o retorno dos sócios ou acionistas, resultante do capital investido na empresa (Farinha 1994 e Neto, 2006). Segundo Matarazzo (2008), o objetivo de calcular este indicador consiste em verificar qual a taxa de retorno do capital próprio da empresa e quanto maior o resultado deste indicador, melhor, pois maior será a relação entre lucro

e o capital próprio da empresa. A forma de cálculo consiste em dividir o resultado líquido pelo capital próprio.

Quando o objetivo é analisar os determinantes da rentabilidade, vários são os estudos que utilizam os indicadores da rentabilidade de vendas (RBV, ROV e RLV) e de rentabilidade de capitais investidos (ROA, RLA e RCP) (Ferraz, Sousa e Novaes, 2017). Outros estudos utilizam apenas os indicadores de rentabilidade das vendas. Jedrzejczak-Gas (2018) analisa o impacto da liquidez na rentabilidade e apenas utiliza o rácio ROV, entendendo que é suficiente para medir a rentabilidade da empresa.

2.4. Estrutura de capitais

A estrutura de capitais tem sido um dos temas mais estudados em finanças empresariais e tem sido alvo de investigação por diversos autores. A estrutura de capital, segundo Brealey, Myers e Marcus (2003), reflete os investimentos de uma empresa, mas que, em função das decisões de financiamento, pode alterar no tempo. Os mesmos autores referem que os meios de financiamento podem ser obtidos através de recursos internos (lucros não distribuídos por sócios ou acionistas) ou de recursos externos (capital proveniente dos sócios ou de endividamento). Desta forma a estrutura ótima de capital será aquela que maximizará o valor da empresa.

Para Teixeira *et al.* (2019, p.2), “a estrutura de capitais em função dos custos e benefícios das fontes de financiamento, foi-se desenvolvendo ao longo dos anos, tendo sempre como suporte base a ideia de que existe uma estrutura financeira ótima”. Para estes autores, o custo do capital alheio é inferior ao custo do capital próprio, porque os investidores têm diferentes níveis de risco.

A estrutura de capitais de uma empresa representa-se pelo seu rácio de endividamento (Maquieira e Vieito, 2010). Este indicador relaciona os capitais alheios com o financiamento das atividades da empresa (Gitman e Madura, 2003 e Neves, 2007), indicando como este tipo de recursos estão a ser aplicados na empresa (Nabais e Nabais, 2004). O indicador mais adequado e utilizado para a medir o endividamento é o seguinte:

Fórmula 13 – Cálculo Endividamento

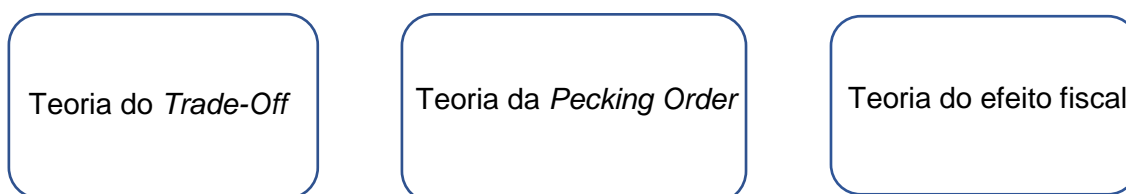
$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$$

Fonte: Maquieira e Vieito (2010)

O rácio de endividamento visa medir a parte do ativo total que é financiado por capital alheio e quanto mais elevado o valor deste indicador, maior é o capital de terceiros que está a ser usado para gerar lucros (Gitman e Madura, 2003). Por outro lado, quanto maior for o resultado deste indicador maior é o nível de endividamento da empresa. Este indicador expressa o nível de endividamento da empresa através do peso dos capitais alheios no financiamento da empresa (Gitman e Madura, 2003 e Neves, 2007).

Augusto (2006) defende que todas as empresas devem ter uma combinação de capitais próprios e alheios (estrutura de capital) que maximize o seu valor, sendo para tal necessário combinar fatores internos e externos à empresa. No entanto, são vários os estudos que abordam esta temática. Apesar das teorias existentes, verifica-se ausência de uma base teórica consistente que explique a estrutura de capital ótima (Silva, 2009). Na figura 2 estão apresentadas as três das mais conhecidas teorias desenvolvidas nos últimos anos. Estas visam explicar quais são os fatores que influenciam as decisões com base na estrutura de capital.

Figura 2 - Teorias das estruturas de capitais



Fonte: Elaboração própria

Teoria do *Trade Off*

A teoria do *Trade-Off* pressupõe a presença de uma estrutura de capital ótima, isto é, uma combinação ótima de capital próprio e de capital alheio, capaz de maximizar o valor da empresa (Kartika *et al.*, 2020). Esta combinação, segundo os autores, é feita tendo em conta o *Trade-Off* entre os benefícios e os custos associados ao financiamento por dívida, considerando a meta de endividamento que a empresa procura atingir (Kartika *et al.*, 2020). Esta teoria caracteriza-se, então, pelo balanceamento entre os benefícios fiscais, os custos de agência e os custos de falência (Kraus e Litzenberger, 1973).

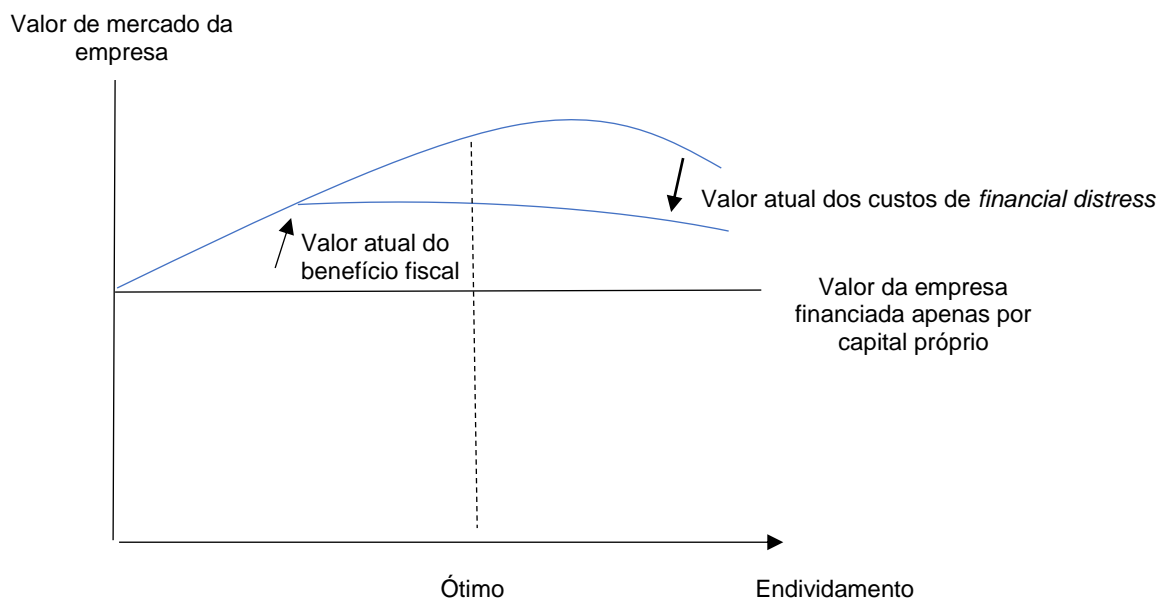
Jensen e Meckling (1976), relativamente aos custos de agência, identificam dois tipos de conflitos de interesse, nomeadamente entre acionistas e gestores e entre acionistas e obrigacionistas. O recurso ao endividamento permite estabilizar o conflito existente entre acionistas e gestores, mas o aumento do nível de endividamento gera conflitos de interesses entre acionistas e credores (Jensen e Meckling, 1976). De acordo com esta

teoria, o valor da empresa é determinado pela estrutura de capital em função da existência de custos de agência, podendo o ponto ótimo ser alcançado quando os custos de agência são minimizados (Jensen e Meckling, 1976).

Myers (1993), no que respeita aos custos de falência, refere que estes são mais insignificantes nas empresas com ativos intangíveis e com maiores oportunidades de crescimento, o que leva a concluir que as empresas que possuem um maior valor de ativos tangíveis devem ser as que apresentam maiores níveis de endividamento.

Segundo Myers (1984), o rácio de endividamento ótimo de uma empresa é determinado pelo *Trade-Off* entre os custos de falência e os benefícios fiscais da dívida, mantendo-se constantes os ativos da empresa. Desta forma, as empresas procuram o equilíbrio da utilização do endividamento com os custos de falência, conforme ilustrado na figura 3.

Figura 3 - Teoria do Trade-Off



Fonte: Adaptado Myers (1984)

A figura 3 representa a teoria do *Trade-Off*, em que o ponto ótimo entre os benefícios fiscais e os custos de *financial distress* são determinados apenas num período (Myers, 1984). Este autor afirma que, segundo a teoria do *Trade-Off*, as empresas definem uma relação entre a dívida e o capital próprio e movem-se nesse sentido. Essa combinação constitui o nível ótimo de endividamento, ou seja, o ponto em que maximiza o valor da empresa, tendo em conta os benefícios fiscais do financiamento e os custos de falência (Myers, 1984).

Teoria da *Pecking Order*

Segundo Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), a teoria da *Pecking Order* é relevante na tomada de decisões de investimento e de financiamento numa empresa.

Para Gomes (2012, p.18) a teoria da *Pecking Order* pressupõe que a “estrutura de capital das empresas é escolhida de acordo com o conceito de hierarquização das fontes de financiamento, sendo que o grau de endividamento varia em função dos recursos internos disponíveis e não no alcance de uma estrutura ótima de capital como o defendido pela teoria do *Trade Off*”.

Teoria do efeito fiscal

Modigliani e Miller (1963) referem que há limites que devem ser tidos em conta no que diz respeito ao endividamento, pois a empresa pode entrar em incumprimento e, conseqüentemente, em falência (Modigliani e Miller, 1963). No entanto, segundo a teoria do efeito fiscal, a empresa ao financiar-se através de fundos externos pode beneficiar da poupança fiscal (Modigliani e Miller, 1963).

Na literatura sobre a estrutura de capitais, são várias as teorias existentes que tentam explicar a estrutura de capital ótima, nomeadamente a abordagem tradicional, a abordagem de Modigliani e Miller, a teoria do efeito fiscal, a teoria do *Trade Off*, o *Trade Off* dinâmico, o *Trade Off* estático, a teoria dos custos de agência, a assimetria de informação, a teoria da *Pecking Order*, a teoria de sinalização, a teoria do *market timing*, a teoria do *takeover*, a teoria baseada na perspectiva estratégica e a teoria do ciclo de vida. Apesar das inúmeras teorias existentes, neste estudo são abordadas apenas a teoria do *Trade-Off*, a teoria da *Pecking Order* e a teoria do efeito fiscal porque são as teorias mais abordadas nos estudos de vários autores (Rogão, 2006; Magalhães, 2012 e Costa, 2015).

2.5. Relação entre liquidez, estrutura do ativo, rendibilidade e estrutura de capitais

Compreender os conceitos anteriormente apresentados de liquidez, estrutura do ativo, rendibilidade e estrutura de capitais é essencial para a sobrevivência e crescimento das empresas.

A relação entre liquidez e rendibilidade é uma das mais estudadas na literatura. Diversos autores encontram uma relação negativa entre liquidez e rendibilidade (Wasiuzzaman, 2015; Tran *et al.*, 2017). Um nível adequado de liquidez e rendibilidade, consiste num desafio enfrentado pelos gestores, na medida em que manter um nível de

liquidez adequado incita a necessidade de se manter um certo volume de recursos sob a forma de ativos líquidos (Braga, 1989).

Para Hirigoyen (1985), a relação entre liquidez e rentabilidade deve ser positiva, tendo presente que uma reduzida liquidez pode comprometer uma elevada rentabilidade e a reduzida rentabilidade pode colocar em causa a elevada liquidez. Matias (2007) acrescenta que uma maior almofada financeira resultante de uma liquidez elevada, faz com que, em condições económicas normais, o custo de oportunidade seja maior.

Baños-Caballero *et al.* (2010) argumentam que é mais fácil às empresas lucrativas obter financiamento, pelo que a liquidez será mantida no mínimo. Segundo Singh e Kumar (2017), as empresas com elevado nível de rentabilidade tendem a adotar uma política de capital próprio mais agressiva e, desta forma, precisam de investir menos em liquidez.

Segundo Koshio e Nakamura (2011), uma liquidez adequada contribui para a sobrevivência e crescimento de uma empresa. Assim, revela-se importante determinar um nível de liquidez adequado que suporte o risco do negócio e que garanta a rentabilidade necessária ao êxito da organização (Koshio e Nakamura, 2011). Para estes autores, a relação entre rentabilidade e liquidez não é necessariamente uma relação negativa, uma vez que de acordo com a teoria do *Trade Off*, esta pode ser positiva, dependendo do período analisado e das especificidades de cada empresa.

Relativamente à relação entre a liquidez e o endividamento, Ozkan (2001) indica que a relação entre as variáveis pode ser negativa ou positiva. A relação pode ser positiva nas empresas que apresentam um elevado rácio de liquidez, pois estas podem recorrer ao endividamento para solver os seus compromissos. Por outro lado, as empresas que dão preferência ao autofinanciamento suportam custos inferiores, em comparação ao financiamento externo, existindo uma relação negativa entre liquidez e endividamento (Ozkan, 2001).

A teoria do *Trade Off*, encontra uma relação positiva entre a estrutura de ativos de uma empresa e o endividamento, uma vez que os custos de falência nas empresas que detêm ativos tangíveis são menores. Por outro lado, os credores também estão mais disponíveis para conceder crédito às empresas que demonstrem possuir um determinado valor de ativos fixos tangíveis, pois podem ser tomados como garantia. Por outro lado, os ativos são muito importantes para a gestão financeira de uma empresa, pelo que permitem relacionar os montantes investidos nos ativos com os rendimentos por estes gerados (Iudícibus, 2008).

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

O objetivo deste trabalho consiste em analisar o impacto dos indicadores de liquidez (LG, CCC e FCO) e da estrutura do ativo na rentabilidade e na estrutura de capitais.

No sentido de alcançar o objetivo de pesquisa, este estudo segue a abordagem metodológica quantitativa, dado que implica a recolha e análise de dados a fim de compreender e interpretar as relações existentes entre as variáveis em estudo.

A população em estudo são empresas cotadas em bolsa em Portugal pertencentes à Euronext Lisboa. À data de recolha de informação, a Euronext de Lisboa era composta pelas seguintes 43 empresas (tabela 1).

Tabela 1 – Empresas cotadas na Euronext Lisboa

Designação	
Altri, SGPS	Media Capital
Banco Comercial Português	Mota Engil
Benfica	Nexponor-Sicafi
Cofina, SGPS	Nos, SGPS
Corticeira Amorim	Novabase, SGPS
Correios de Portugal	Orey Antunes Esc.
Energias de Portugal	Patris
Energias Portugal Renováveis	Pharol
Estoril Sol N	Ramada
Euronext	Reditus, SGPS
Flexdeal	Redes energéticas nacionais
Futebol Clube de Porto	Semapa
Galp Energia Nom	Sonae
Glintt	Sonae Capital
Ibersol, SGPS	Sonae Indústria, SGPS
Imob. Construtora Grão-Pará	Sonaecom, SGPS
Imprensa, SGPS	Sporting
Inapa-Investimentos participações e gestão	Teixeira Duarte
Isa	The Navigator Comp
Jerónimo Martins, SGPS	Toyota Caetano
Lisgráfica	Vista Alegre
Martifer	

Destas 43 empresas foram excluídas as sociedades anónimas desportivas e bancárias (Benfica, Futebol Clube do Porto, Estoril Sol N, Sporting e Banco Comercial Português), devido à especificidade do seu objeto de negócio, uma empresa que se encontra em processo de insolvência (Lisgráfica), as empresas que não dispõem de informações suficientes para o estudo em causa (Flexdeal, Orey Antunes Esc., Imobiliária Construtora Grão Pará e Pharol) e as empresas que pertencem à Euronext Growth Lisbon (Isa, Patris, Nexponor-Sicafi e Euronext). Esta medida tem como objetivo chegar a conclusões mais coerentes. Após esta seleção, este estudo será constituído por uma amostra de 29 empresas. Na tabela 2 apresentam-se as 29 empresas que constituem a amostra deste estudo e o seu sector de atividade principal.

Tabela 2 – Designação e setor de atividade das empresas que compõem a amostra

Designação	Abreviatura	Setor
Altri, SGPS	Altri	Produtos industriais gerais
Corticeira Amorim	Corticeira Amorim	Bens de Consumo
Correios de Portugal	CTT	Transporte industrial
Cofina, SGPS	Cofina	Comunicação Social
Energias de Portugal	EDP	Eletricidade
Energias de Portugal Renováveis	EDPR	Eletricidade
Galp Energia Nom	Galp	Produção de Petróleo e Gás
Glintt	Glintt	Telecomunicações
Ibersol, SGPS	Ibersol	Viagens e Lazer
Imprensa, SGPS	Imprensa	Jornalismo
Inapa-Investimentos participações e gestão	Inapa	Papel
Jerónimo Martins, SGPS	Jerónimo Martins	Retalho
Martifer	Martifer	Construção Metálica
Media Capital	Media Capital	Comunicação Social
Mota-Engil	Mota-Engil	Construção e materiais
NOS, SGPS	NOS	Telecomunicações
Novabase, SGPS	Novabase	Tecnologias de Informação
Ramada	Ramada	Indústria Aço
Redes energéticas nacionais	Ren	Eletricidade

Designação	Abreviatura	Setor
Reditus, SGPS	Reditus	Tecnologias de informação
Semapa	Semapa	Silvicultura e papel
Sonae	Sonae	Retalho
Sonae Capital	Sonae Capital	Serviços financeiros
Sonaecom, SGPS	Sonaecom	Retalho
Sonae Indústria, SGPS	Sonae Indústria	Retalho
The Navigator Comp	Navigator	Silvicultura e papel
Toyota Caetano	Toyota Caetano	Automóvel
Teixeira Duarte	Teixeira Duarte	Conglomerado
Vista Alegre	Vista Alegre	Indústria porcelana

Fonte: Elaboração própria

Pela análise da tabela acima, verifica-se que as 29 empresas da amostra pertencem a 21 setores de atividade diferentes.

Neste estudo foram recolhidos dados anuais das demonstrações financeiras disponibilizados nos relatórios e contas das respetivas empresas e na base de dados SABI no período de 2014 a 2018, totalizando 145 observações (29 empresas x 5 anos analisados). O tratamento estatístico dos dados é realizado no *software* SPSS, versão 24.

As hipóteses de pesquisa enunciadas neste estudo, envolvem diferentes indicadores, nomeadamente a LG, CCC, FCO, estrutura do ativo, endividamento e a ROV. Na tabela 3 apresenta-se a fórmula de cálculo de cada variável ou indicador.

Tabela 3 - Fórmula de Cálculo das variáveis em estudo

Variáveis	Sigla	Fórmula de cálculo
Liquidez Geral	LG	Ativo corrente / passivo corrente
Ciclo de Conversão de Caixa	CCC	PMR + PMI – PMP
Fluxo de Caixa Operacional	FCO	FCO / passivo corrente
Estrutura do Ativo	EA	Ativos fixos tangíveis / ativo total
Estrutura de Capitais (Endividamento)	Endv.	Passivo total / ativo total
Rendibilidade (Rendibilidade Operacional das Vendas)	ROV	(Resultado operacional / volume de negócios) *100

Fonte: Elaboração própria

Neste estudo opta-se por utilizar apenas a LG, como nos estudos de Peixoto (2017) e Jedrzejczak-Gas (2018), e a ROV para medir a rendibilidade da empresa, tal como no estudo de Jedrzejczak-Gas (2018).

Na análise de dados, em primeiro lugar importa identificar o tipo de teste a utilizar (testes paramétricos ou não paramétricos). Os testes paramétricos utilizam-se quando a dimensão da amostra é superior a 30 e os testes não paramétricos em amostra de menor dimensão (Silvestre e Araújo, 2012). Segundo Marôco (2007), os testes não paramétricos não necessitam que as variáveis sigam uma distribuição normal, constituindo, assim, uma boa hipótese quando a normalidade dos dados não existe.

Na análise da normalidade dos dados podem ser utilizados o teste de *Kolmogorov-Smirnova* e o teste de *Shapiro-Wilk* (Ferreira, 2010). O teste de *Kolmogorov-Smirnov* é utilizado para verificar se a distribuição da variável em análise, apresenta uma distribuição normal (Marôco, 2007). O teste de *Shapiro-Wilk* é usado, em alternativa ao teste de *Kolmogorov-Smirnov*, para testar se a variável em estudo possui ou não uma distribuição normal (Marôco, 2007). Neste estudo apenas será utilizado o teste de *Kolmogorov-Smirnova*. Os resultados destes testes irá determinar o tipo de testes a utilizar na análise da relação entre variáveis, o teste de correlação de *Pearson* ou o teste de correlação de *Spearman* (Marôco, 2007).

Na análise da relação entre os diferentes indicadores de liquidez (LG, FCO e CCC), estrutura o ativo, estrutura de capital e rendibilidade das empresas da amostra, serão utilizados os modelos de correlação e regressão.

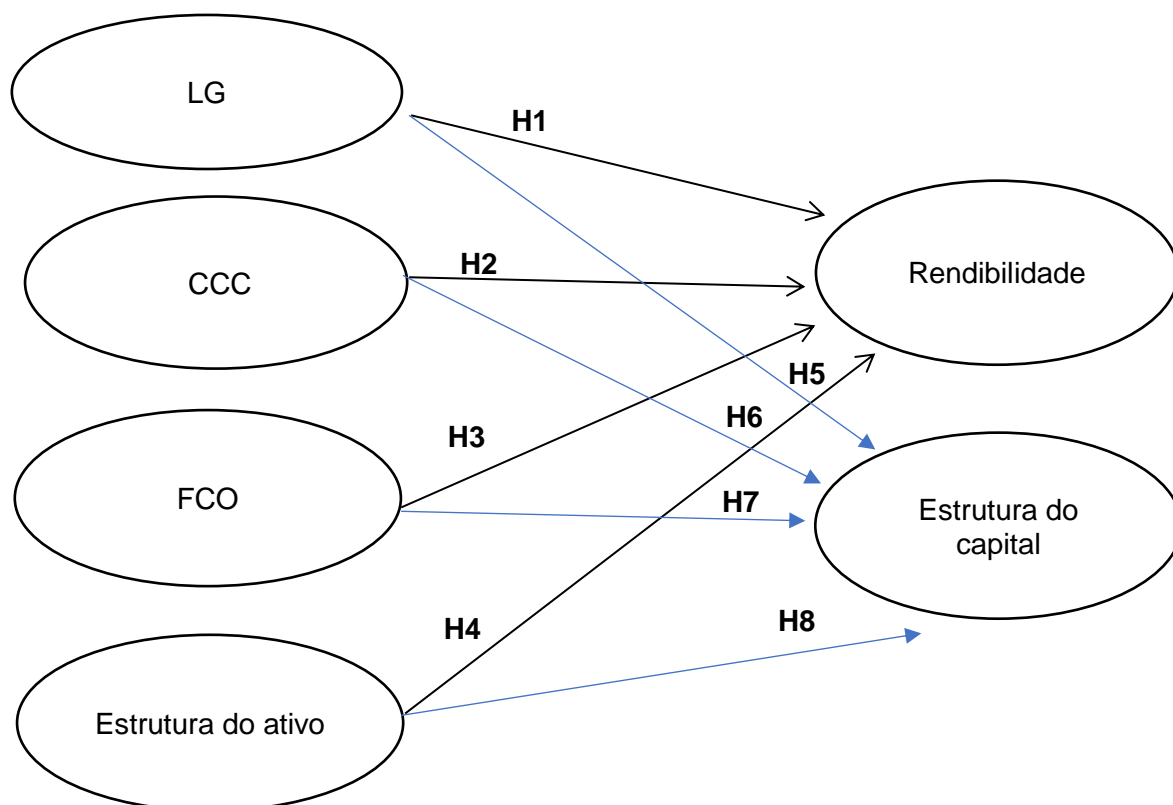
A análise de regressão procura analisar, estatisticamente, o grau de dependência entre as variáveis (Gujarati, 1996). O estudo das regressões pode ser realizado através dos seguintes métodos: *Enter*, *Stepwise*, *Remover*, *Backward* e *Foward*.

Neste estudo, será aplicado o método de *Enter* que é o método que abrange todas as possibilidades e não é tão restritivo como os restantes métodos. Contudo, se no método de *Enter* não for possível obter resultados válidos é que se irá recorrer a um outro método.

4. HIPÓTESES E MODELO DE ANÁLISE

O objetivo do presente trabalho, tal como referido anteriormente, consiste em analisar a relação entre as variáveis independentes (LG, CCC, FCO e estrutura do ativo) e as variáveis dependentes (rendibilidade e estrutura de capital). Na figura 4 apresenta-se o modelo conceptual proposto neste estudo.

Figura 4 - Modelo conceptual proposto



Fonte: Elaboração própria

Como se pode observar na figura 4, neste estudo são formuladas oito hipóteses de investigação, às quais se espera obter os resultados apresentados na tabela abaixo (tabela 4).

Tabela 4 - Resultados esperados das hipóteses formuladas em estudo

Hipóteses		Sinal Esperado
H1	A LG está negativamente relacionada com a rendibilidade	-
H2	O CCC está negativamente relacionado com a rendibilidade	-
H3	O FCO está positivamente relacionado com a rendibilidade	+
H4	A estrutura do ativo está positivamente relacionada com a rendibilidade	+
H5	A LG está negativamente relacionada com o endividamento	-
H6	O CCC está negativamente relacionado com o endividamento	-
H7	O FCO está negativamente relacionado com o endividamento	-
H8	A estrutura do ativo está positivamente relacionada com o endividamento	+

Fonte: Elaboração Própria

As hipóteses de investigação e resultados esperados, evidenciados na tabela 4, tem por base fundamentos teóricos, que se apresentam de seguida.

De acordo com Pimentel *et al.* (2005), a rendibilidade influencia positivamente a liquidez, principalmente a longo prazo, uma vez que os retornos operacionais e financeiros positivos resultam no aumento do caixa. Bagchi (2013) analisou a relação entre os indicadores de liquidez e de rendibilidade das empresas e concluiu que apesar da liquidez estar negativamente associada à rendibilidade, a relação não se mostrou estatisticamente significativa. Para Eljelly (2004), as variáveis liquidez e rendibilidade relacionam-se negativamente, ou seja, um aumento da liquidez provoca um decréscimo da rendibilidade. Assim, neste estudo é formulada a primeira hipótese de investigação:

H1: A LG está negativamente relacionada com a rendibilidade.

Como já mencionado anteriormente, o CCC pode ser definido como o número de dias que decorre entre o prazo de pagamento aos fornecedores até ao recebimento das vendas dos produtos, o qual é composto pelo PMR, PMP e PMI (Weston e Brigham

2000). Mathuva (2010) encontra uma relação significativa e negativa entre o PMR e a rentabilidade das empresas e verifica uma relação significativa e positiva entre o PMP e a rentabilidade. Padachi (2006) sustenta que a relação entre o PMI e a rentabilidade é negativa. Desta forma, espera-se que a relação entre o CCC e a rentabilidade das empresas seja negativa, pelo facto de tanto o PMR como a PMI, que fazem parte do CCC, estejam negativamente relacionados com a rentabilidade das empresas. Essa sugestão é sustentada por vários autores, como por exemplo, Mathuva (2010), Sing e Kamur (2013) e Yazdanfar e Ohman (2014). Neste contexto, neste estudo é formulada a hipótese 2:

H2: O CCC está negativamente relacionado com a rentabilidade.

Segundo Banimahd e Aliabadi (2013), investidores, credores e outros utilizadores da informação financeira prestam muita atenção aos indicadores FCO e rentabilidade para analisar e prever a situação futura da empresa. Os mesmos autores consideram que existe uma relação direta e positiva entre ambos os indicadores. Desta forma, neste estudo formula-se a hipótese que se segue:

H3: O FCO está positivamente relacionado com a rentabilidade.

Vários autores analisam a relação entre a estrutura do ativo e a rentabilidade empresarial. O ativo é, assim, um dos fatores explicativos da rentabilidade das empresas pelo facto de relacionar os montantes investidos nos ativos com os rendimentos por estes gerados (Iudicibus, 2008).

Segundo Petkov (2012), os ativos são essenciais para a criação de riqueza e para fornecer às empresas vantagem competitiva. Os bens tangíveis facilitam o acesso a novos mercados, a novas tecnologias, parcerias e alianças e novas estratégias a nível internacional (Oncioiu, 2012). Para Rubens e Famá (2006), quanto maior for a parcela dos ativos tangíveis no total de ativo de uma empresa, maior será a sua rentabilidade, desta forma, defendem a existência de uma relação positiva entre a estrutura do ativo e a rentabilidade das empresas. Por outro lado, Silva e Santos (2002), também defendem que um volume de ativos fixos elevado contribui para a lucratividade futura da empresa. Neste contexto, formula-se a seguinte hipótese:

H4: A estrutura do ativo está positivamente relacionada com a rentabilidade.

Apesar de vários estudos analisarem a relação entre a liquidez e o endividamento, os resultados não são consensuais. Ferreira e Vilela (2004), tendo por base a teoria do *Trade-Off*, referem que o endividamento aumenta a probabilidade de falência de uma empresa. Segundo a teoria da *Pecking Order*, existe uma relação negativa entre liquidez e endividamento (Bastos, Nakamura e Bassos, 2009). Isso ocorre porque a empresa

prefere financiar primeiro os seus investimentos com capital interno, recorrendo a capital externo apenas em caso de necessidade (Myers e Majluf 1984). Segundo Proença (2013), as empresas para financiarem os seus investimentos recorrem à teoria da *Pecking Order*, defendendo que quando a liquidez aumenta o endividamento diminui. Desta forma, neste estudo formula-se a hipótese que se segue:

H5: A LG está negativamente relacionada com o endividamento.

A variável CCC no seu cálculo inclui os indicadores PMR, PMP e PMI. O CCC é considerado positivo quando o PMR e o PMI, em conjunto, são inferiores ao PMP. As empresas para obterem um CCC que lhes seja mais favorável, procuram uma gestão adequada do PMR, PMR e PMI. Soares (2013) concluiu que o CCC provoca uma variação negativa no endividamento. Assim, formula-se a hipótese seguinte:

H6: O CCC está negativamente relacionado com o endividamento.

Goldratt e Cox (1990, p. 45) alertam que uma má gestão do fluxo de caixa pode conduzir as empresas à falência, referindo ainda que “é possível que vá à falência uma empresa que apresente lucro líquido e, ainda, um bom retorno sobre investimentos, isso ocorre pela má gestão do Fluxo de Caixa”. John (1993), Kim *et al.* (1998) e Opler *et al.* (1999) sustentam uma relação negativa entre o FCO e o endividamento, indicando que baixos níveis de FCO contribuem para elevados níveis de endividamento. Segundo Jorge e Armada (2001), a teoria do *Trade-Off* sustenta uma relação significativa e positiva entre o endividamento e a estrutura do ativo e quanto maior o valor dos ativos fixos tangíveis, maior será o valor do financiamento (Gaud *et al.*, 2005). São vários os estudos que abordam a relação entre a estrutura do ativo e endividamento, os quais suportam uma relação positiva. Ferri e Jones (1979) com base num estudo aplicado nos EUA verificam a existência de uma relação positiva entre a estrutura do ativo e o endividamento. Os autores Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Jorge e Armada (2001) e Frank e Goyal (2007), também encontram uma relação positiva entre as mesmas variáveis. Titman e Wessels (1988) aplicam o estudo às empresas norte-americanas, Rajan e Zingales (1995) às empresas dos países G7 (Japão, Alemanha, França, Itália, EUA, Reino Unido e Canadá), Jorge e Amanda (2001) às empresas portuguesas e Frank e Goyal (2007) às empresas americanas no período de 1950 a 2003 e concluem que a teoria do *Trade-off* é explicativa para a relação positiva entre a estrutura do ativo e o endividamento. Desta forma, neste estudo formula-se a seguinte hipótese de investigação:

H7: O FCO está negativamente relacionado com o endividamento

Segundo Jorge e Armanda (2001), a teoria do *Trade-Off* sustenta uma relação significativa e positiva entre o endividamento e a estrutura do ativo e quanto maior o valor dos ativos fixos tangíveis, maior será o valor do financiamento (Gaud *et al.*, 2005). São vários os estudos que abordam a relação entre a estrutura do ativo e o endividamento, os quais suportam uma relação positiva. Ferri e Jones (1979), com base num estudo aplicado nos EUA, verificam a existência de uma relação positiva entre a estrutura do ativo e o endividamento. Os autores Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Jorge e Armanda (2001) e Frank e Goyal (2007), também encontram uma relação positiva entre as mesmas variáveis. Titman e Wessels (1988) aplicam o estudo às empresas norte-americanas, Rajan e Zingales (1995) às empresas dos países G7 (Japão, Alemanha, França, Itália, EUA, Reino Unido e Canadá), Jorge e Armada (2001) às empresas portuguesas e Frank e Goyal (2007) às empresas americanas no período de 1950 a 2003 e concluem que a teoria do *Trade-off* é explicativa para a relação positiva entre a estrutura do ativo e o endividamento. Desta forma, neste estudo formula-se a última hipótese de investigação:

H8: A estrutura do ativo está positivamente relacionada com o endividamento.

5. ANÁLISE E DISCUSSÃO DE RESULTADOS

Neste capítulo é efetuada a análise estatística descritiva dos dados, onde é analisada a evolução dos indicadores de LG, CCC, FCO, estrutura do ativo, rentabilidade (ROV) e estrutura de capitais (endividamento), e realizada a análise estatística dos dados com base na análise da correlação e da regressão, com o objetivo de testar as hipóteses anteriormente mencionadas. Este capítulo apresenta os resultados e a discussão dos mesmos.

5.1. Análise estatística descritiva

A estatística descritiva compreende a análise e interpretação de dados com recurso a quadros, gráficos e indicadores numéricos (Reis, 1996). De acordo com Huot (2002), através da estatística descritiva apresenta-se o resumo da informação recolhida da amostra, de forma a caracterizar a mesma.

Na tabela abaixo estão apresentados os valores da média, da mediana, do desvio padrão, do máximo e mínimo de cada uma das variáveis em análise, nomeadamente da LG, do CCC, do FCO, da estrutura do ativo, da rentabilidade e do endividamento das empresas analisadas, no período de cinco anos (2014 a 2018).

Tabela 5 - Estatísticas descritivas das 29 empresas cotadas em bolsa

	Empresas	Número Obs.	Média	Mediana	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
LG	29	145	1,247	1,067	0,219	6,092	0,305
CCC	29	145	- 60	38	317	978	-5527
FCO	29	145	0,286	0,241	0,054	0,888	0,004
EA	29	145	0,280	0,295	0,031	0,813	0,000
ROV	29	145	10,681	7,439	2,375	53,071	-25,018
Endv.	29	145	0,646	0,662	0,033	1,156	0,061

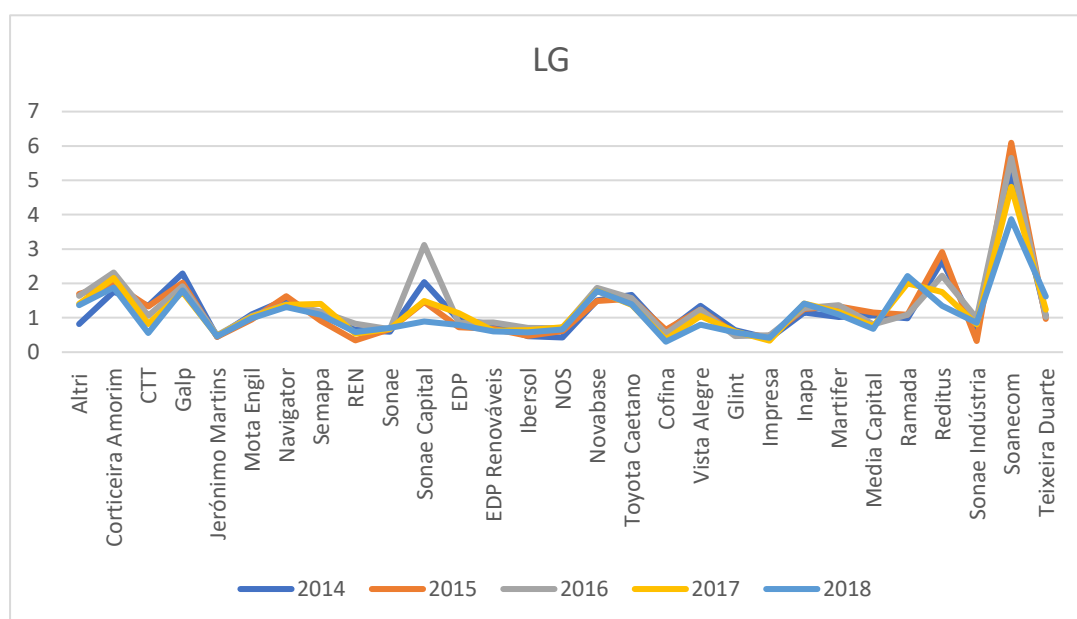
Fonte: Elaboração própria

De forma a analisar os resultados mencionadas na tabela 5, procede-se à análise da evolução dos indicadores de liquidez (LG, CCC, FCO), estrutura do ativo, de rentabilidade (ROV) e estrutura de capital (endividamento) para o período de 5 anos (de 2014 a 2018), das empresas analisadas neste estudo.

5.1.1. Análise da evolução dos indicadores de liquidez, estrutura do ativo, rentabilidade e estrutura de capitais

Na figura 5 é possível verificar que a LG das 29 empresas da amostra, apresentam uma ligeira evolução na maioria das empresas. As empresas com maior oscilação são a Sonae Capital e a Sonaecom. A Sonae Capital apresenta em 2014 uma LG de 2 e diminui em 2018 para valores inferiores a 1. Quanto à Sonaecom, esta apresenta um elevado índice de LG no ano de 2015 (superior a 6), demonstrando também elevado índice nos restantes anos. Quanto às restantes empresas, os valores têm se mantido próximos ao longo dos anos. Se, por um lado, a Sonaecom é a empresa que apresenta a LG (média) mais elevada, ao contrário, a Imprensa e a Ibersol são as empresas que apresentam a LG (média) mais baixa. Em geral, as empresas apresentam, em média, uma LG de 1,247 (2014-2018).

Figura 5 - Evolução da LG

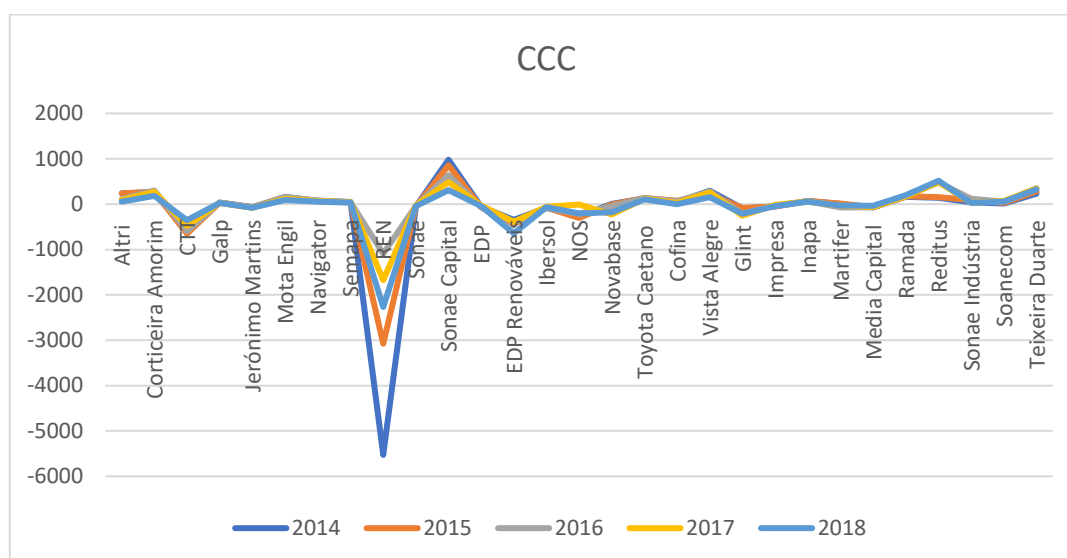


Fonte: Elaboração própria

A figura 6 mostra o comportamento do CCC das 29 empresas analisadas. Em termos médios o CCC é de -60 dias, o que significa que as empresas financiam as suas atividades com recurso a fornecedores e ainda podem utilizar este recurso em aplicações financeiras para um período de 60 dias, antes de procederem ao pagamento dos fornecedores. Por outro lado, as empresas em análise atingem um valor máximo de 978 e um valor mínimo de -5527. Estes valores podem ser justificados pelo tipo de atividade da empresa, ou seja, devido a PMP muito curtos/alargados e PMR + PMI muito

alargados/curtos. Através da análise da figura 6, verifica-se que a REN revela valores bastante distantes das restantes empresas, o que pode ser explicado pelo tipo de atividade da empresa, ou seja, a REN é uma empresa de Redes Energéticas, onde os seus PMP e PMR+PMI são bastante distantes e o que assegura um CCC bastante favorável para a empresa. A Corticeira Amorim, a Sonae Capital, a Vista Alegre, a Reditus e a Teixeira Duarte são as empresas que apresentam os valores menos favoráveis de CCC.

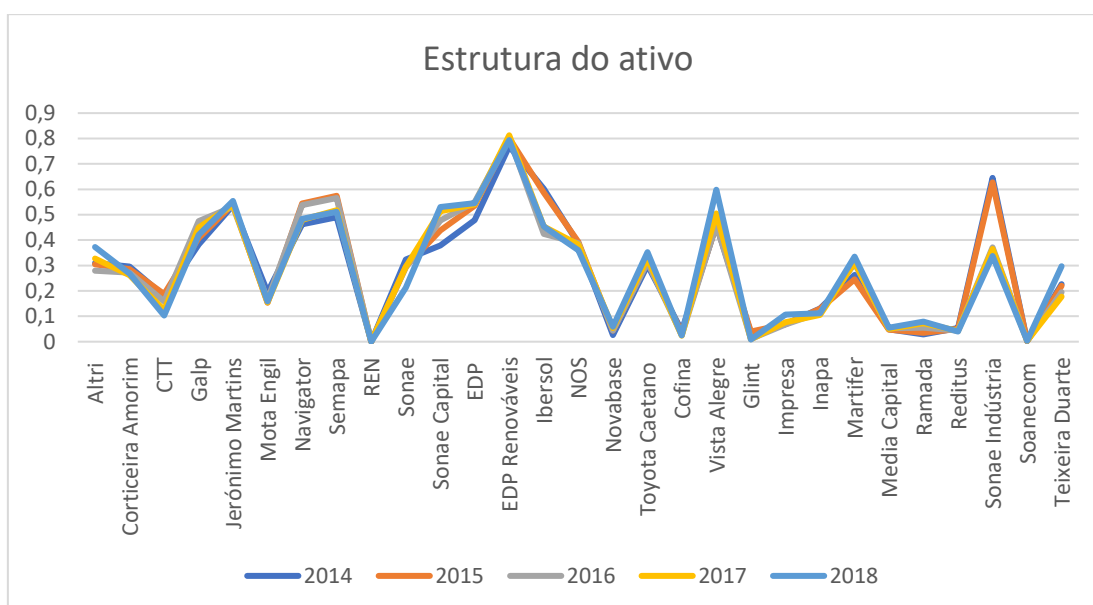
Figura 6 - Evolução do CCC



Fonte: Elaboração própria

Através da análise da figura 7 é possível verificar os valores do FCO, que são os valores que relacionam os fluxos de caixa operacionais com o passivo corrente. Em geral, os valores obtidos por empresa são próximos ao longo dos anos, verificando-se variações mais acentuadas nas empresas CTT, Média Capital, Navigator, NOS e Sonae Indústria. Comparando os valores obtidos de cada uma das empresas é possível verificar que eles diferem de empresa para empresa. A Galp, a Navigator e a Altri são as empresas que apresentam os valores mais elevados de FCO (0,54, 0,68 e 0,57, respetivamente) e, por outro lado, a Glint e a Reditus (0,08 e 0,07, respetivamente) são as empresas que apresentam os valores mais baixos de FCO. A média é de 0,286.

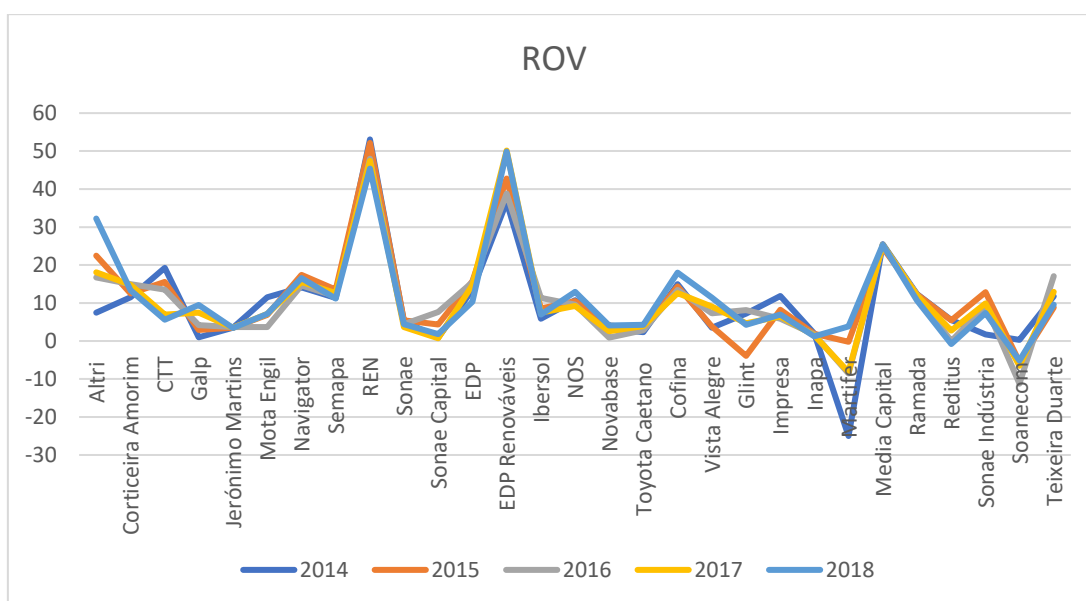
Figura 8 - Evolução da estrutura do ativo



Fonte: Elaboração própria

Na figura 9 encontra-se a análise da ROV das 29 empresas em estudo, na qual é possível verificar algumas oscilações ao longo dos anos em análise (2014 a 2018). Por um lado, a REN e a EDP Renováveis apresentam, em média, uma ROV de 49% e 45%, respetivamente, enquanto que a Martifer e a Soanecom apresentam uma ROV média negativa de, respetivamente, -8% e -6%. Contudo e em geral, os valores das empresas encontram-se muito próximos ao longo dos anos. A empresa que se destaca em termos de oscilação de valores é a Glintt, na qual se verifica uma descida acentuada do valor da ROV do ano de 2014 para 2015 (de 7% para -4%), e uma recuperação em 2016 (para 8%) e uma nova descida em 2017 e 2018 (5% e 4%, respetivamente). No entanto, quanto maior for o valor deste rácio melhor, pois indica a capacidade da empresa em gerar resultados a partir da sua atividade (Neves, 2012).

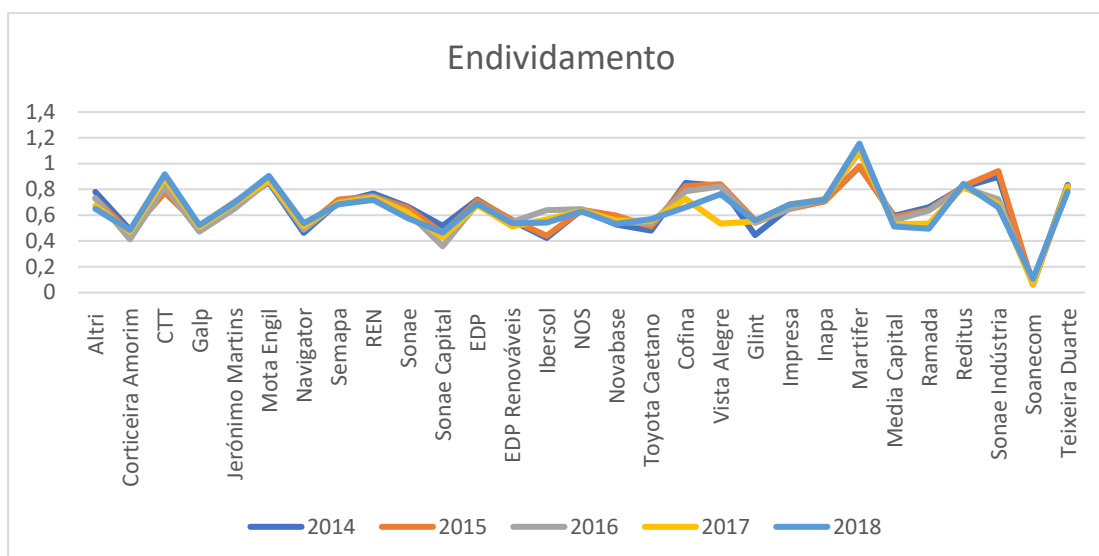
Figura 9 - Evolução da ROV



Fonte: Elaboração própria

Na figura 10 é possível verificar que os valores do endividamento são constantes ao longo dos anos em análise (2014 a 2018), com exceção dos valores obtidos na Sonaeacom. Por outro lado, é possível verificar que as empresas CTT, Mota Engil, Martifer, Reditus e Sonae Indústria (0,83%, 0,87%, 1,06%, 0,82% e 0,78%, respetivamente) são as que apresentam, em média, os níveis de endividamento mais elevados e a Corticeira Amorim, a Sonae Capital e a Sonaeacom (0,46%, 0,44% e 0,07%, respetivamente) são as que apresentam, em média, os níveis de endividamento mais baixos.

Figura 10 - Evolução da estrutura do capital (endividamento)



Fonte: Elaboração própria

5.2. Análise do modelo proposto

Neste ponto será efetuada a análise estatística dos dados, através da análise da correlação e regressão, com o objetivo de testar as hipóteses formuladas neste estudo.

5.2.1. Análise da correlação entre as variáveis

A análise de correlações visa determinar as relações existentes entre as variáveis LG, CCC, FCO, estrutura do ativo, rentabilidade (ROV) e estrutura do capital (endividamento).

Primeiramente, é realizado o teste da normalidade a fim de determinar o tipo de teste estatístico a ser utilizado neste estudo. A tabela 6 apresenta o teste de normalidade.

Tabela 6 - Teste da normalidade de Kolmogorov-Smirnova

Teste de <i>Kolmogorov-Smirnov</i> dos dados da amostra							
		LG	CCC	EA	FCO	ROV	Endv.
N		145	145	145	145	145	145
Parâmetros normais	Média	1,242	-181,838	0,271	0,278	13,37	0,655
	Desvio Padrão	0,915	1099,74	0,219	0,207	17,47	0,187
Diferenças Mais Extremas	Absoluto	0,170	0,346	0,136	0,115	0,230	0,075
	Positivo	0,170	0,261	0,136	0,115	0,230	0,051
	Negativo	-0,153	-0,346	-0,108	-0,093	-0,222	-0,075
Estatística do teste		0,170	0,346	0,136	0,115	0,230	0,075
Significância Sig. (bilateral)		,000	,000	,000	,000	,000	,039

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Pela análise da tabela 6 é possível verificar que os dados das variáveis apresentam um $p < 0,05$ (valor da significância), o que significa que os mesmos não seguem uma distribuição normal, uma vez que os valores são inferiores ao valor de significância. Assim, neste estudo serão utilizados os testes não paramétricos e o coeficiente de correlação de *Spearman*, visto que os dados apresentam uma distribuição não normal (Marôco, 2007). O coeficiente de correlação avalia o grau da correlação linear entre duas variáveis quantitativas e indica a força de uma relação linear entre duas variáveis (Marôco, 2007). Este coeficiente assume apenas valores entre -1 e 1 e tem os seguintes significados (Marôco, 2007):

- **1**, indica uma correlação positiva e perfeita entre duas variáveis.
- **-1**, indica uma correlação negativa perfeita entre as duas variáveis, ou seja, se uma variável aumenta a outra diminui.
- **0**, indica que as variáveis não dependem linearmente uma da outra. No entanto, pode existir uma dependência que seja "não linear", o que implica analisar este resultado com recursos a outros meios.

Na tabela 7 apresentam-se os resultados ao teste da correlação entre as variáveis independentes e a rentabilidade (ROV).

Tabela 7 - Correlações entre variáveis independentes e rentabilidade (ROV)

		LG	CCC	FCO	EA	ROV
LG	Correlação de Spearman	1,000	,570**	-0,060	-0,080	-,259**
	Sig. (2 extremidades)		0,000	0,477	0,338	0,002
	N	145	145	145	145	145
CCC	Correlação de Spearman	,570**	1,000	-,220**	0,029	-,209*
	Sig. (2 extremidades)	0,000		0,008	0,725	0,012
	N	145	145	145	145	145
FCO	Correlação de Spearman	-0,060	-,220**	1,000	,466**	,529**
	Sig. (2 extremidades)	0,477	0,008		0,000	0,000
	N	145	145	145	145	145
EA	Correlação de Spearman	-0,080	0,029	,466**	1,000	0,101
	Sig. (2 extremidades)	0,338	0,725	0,000		0,229
	N	145	145	145	145	145

* A correlação é significativa ao nível de 0.05 (2 extremidades)

** A correlação é significativa ao nível de 0.01 (2 extremidades)

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Os resultados mostram que existe uma relação significativa entre três variáveis independentes (LG, CCC e FCO) e a variável rentabilidade (ROV). Relativamente à variável estrutura do ativo, esta não está correlacionada com a ROV, dado que $p > 0.05$ ($p = 0,229$).

Relativamente aos indicadores de liquidez (LG, CCC e FCO), estrutura do ativo e estrutura de capitais (endividamento), o resultado do teste de correlação é apresentado na tabela que se segue:

Tabela 8 - Correlação entre variáveis independentes e estrutura do capital (endividamento)

		LG	CCC	FCO	EA	Endiv.
LG	Correlação de Spearman	1,000	,570**	-0,060	-0,080	-,274**
	Sig. (2 extremidades)		0,000	0,477	0,338	0,001
	N	145	145	145	145	145
CCC	Correlação de Spearman	,570**	1,000	-,220**	0,029	0,016
	Sig. (2 extremidades)	0,000		0,008	0,725	0,851
	N	145	145	145	145	145
FCO	Correlação de Spearman	-0,060	-,220**	1,000	,466**	-,235**
	Sig. (2 extremidades)	0,477	0,008		0,000	0,004
	N	145	145	145	145	145
EA	Correlação de Spearman	-0,080	0,029	,466**	1,000	-0,092
	Sig. (2 extremidades)	0,338	0,725	0,000		0,269
	N	145	145	145	145	145
Endiv.	Correlação de Spearman	-0,274**	0,016	-0,235**	-0,092	1,000
	Sig. (2 extremidades)	0,001	0,851	0,004	0,269	
	N	145	145	145	145	145

** A correlação é significativa ao nível de 0.01 (2 extremidades)

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Através da análise da matriz das correlações entre as variáveis (tabela 8) verifica-se que existe uma relação significativa entre as variáveis independentes (LG e FCO) e a variável dependente (endividamento). Relativamente à relação entre o CCC, a estrutura do ativo e o endividamento, esta não se mostra significativa ($p=0,851$ e $p=0,269$, respetivamente).

5.2.2. Análise da regressão entre as variáveis

Segue-se a análise do modelo proposto com recurso à análise da regressão, que permitirá testar a hipóteses de investigação formuladas neste estudo.

A tabela 9 apresenta a capacidade explicativa do modelo. O valor de R^2 superior a 0,5, indica que a capacidade explicativa do modelo é elevada (Marôco, 2007). Na tabela 9 é possível verificar que $R^2=0,420$, o que significa que existe uma relação linear moderada

entre as variáveis independentes (variáveis de LG, CCC, FCO e estrutura do ativo) e a variável dependente (ROV).

Tabela 9 - Capacidade explicativa das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,648 ^a	0,420	0,404	9,432050549454360

a. Preditores: (constante), LG, CCC, FCO, estrutura do ativo

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

A tabela 10 justifica a validade do modelo, o que acontece quando p é inferior ou igual ao nível de significância ($p < 0,05$). Como $p = 0,000$, logo o modelo é válido, pois a regressão linear tem significado.

Tabela 10 - Validade do modelo das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV

Modelo		Soma dos Quadrados	Df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	9340,836	4	2335,209	26,249	,000 ^b
	Resíduo	12899,719	145	88,964		
	Total	22240,555	149			

b. Preditores: (constante), LG, CCC, FCO, estrutura do ativo

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

A tabela 11 mostra que os valores de p são inferiores a 0.05, com exceção do valor obtido na variável estrutura do ativo ($p = 0,217$), o que significa que todos os indicadores estão significativamente relacionados com a ROV, com exceção da variável estrutura do ativo.

Tabela 11 - Nível de significância das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação à ROV

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	T	Sig.
		Beta	Erro	Beta		
1	(Constante)	7,985	1,971		4,051	0,000
	LG	-3,288	0,882	-0,246	-3,729	0,000
	CCC	-0,004	0,001	-0,370	-5,579	0,000
	FCO	27,635	4,340	0,468	6,367	0,000
	EA	-5,349	4,318	-0,096	-1,239	0,217

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Contudo, ao analisar a estrutura do ativo individualmente em relação à ROV também não é possível encontrar uma relação significativa.

De seguida é efetuada a análise da relação entre as variáveis independentes (LG, CCC, FCO e estrutura do ativo) e a variável estrutura de capitais (endividamento). Através da tabela 12 é possível verificar que $R^2 = 0,394$, o que significa que o modelo obtido explica 39,4% da variação do endividamento, logo, a relação linear das variáveis em estudo é moderada.

Tabela 12 - Capacidade explicativa das variáveis LG, CCC, FCO em relação ao endividamento

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,628 ^a	0,394	0,378	0,147561934149548

a. Preditores: (constante), LG, CCC, FCO, estrutura do ativo

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

A tabela 13 justifica a validade do modelo, o que acontece quando p é inferior ou igual ao nível de significância ($p < 0,05$). O modelo é válido, pois a regressão linear tem significado, dado que $p = 0,000$.

Tabela 13 - Validade do modelo das variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação ao endividamento

Modelo		Soma dos Quadrados	Df	Quadrado Médio	Z	Sig.
1	Regressão	2,057	4	0,514	23,617	,000 ^b
	Resíduo	3,157	145	0,022		
	Total	5,214	149			

b. Preditores: (constante), LG, CCC, FCO, estrutura do ativo

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

A tabela 14 mostra que os valores de p são inferiores a 0.05, com exceção do valor apresentado na variável estrutura do ativo ($p=0,605$) e CCC ($p=0,144$). Isto significa que apenas a estrutura do ativo e o CCC não se mostram significativamente relacionadas com o endividamento. Todas as restantes variáveis estão significativamente relacionadas com a variável dependente (endividamento).

Tabela 14 - Nível de significância da variáveis LG, CCC, FCO e estrutura do ativo em relação ao endividamento

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	T	Sig.
		Beta	Erro	Beta		
1	(Constante)	0,869	0,031		28,196	0,000
	LG	-0,118	0,014	-0,576	-8,534	0,000
	CCC	-1,694E-05	0,000	-0,100	-1,468	0,144
	FCO	-0,222	0,068	-0,246	-3,272	0,001
	EA	-0,035	0,068	-0,041	-0,519	0,605

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Contudo, ao analisar o CCC individualmente em relação ao endividamento, verifica-se uma relação significativa entre ambas as variáveis. Obteve-se, então, um modelo significativo ($p<0,012$) com capacidade explicativa de 4,2% do endividamento, como é possível verificar na tabela abaixo.

Tabela 15 - Capacidade explicativa do CCC em relação ao endividamento

Modelo	R	R quadrado	R quadrado ajustado	Erro padrão da estimativa
1	,204 ^a	0,042	0,035	0,183747162613065

a. Preditores: (constante), CCC

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

A tabela 16 mostra que o valor de p é inferior a 0,05, o que significa que o CCC se mostra relacionado com o endividamento.

Tabela 16 - Nível de significância do CCC em relação ao endividamento

Modelo		Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	T	Sig.
		Beta	Erro	Beta		
1	(Constante)	0,649	0,015		42,664	0,000
	CCC	-3,473E-05	0,000	-0,204	-2,537	0,012

Fonte: Elaboração própria (SPSS)

Como a variável estrutura do ativo não se mostra estatisticamente relacionada com as variáveis dependentes, procedeu-se à análise desta variável individualmente, utilizando os restantes métodos existentes. Os resultados indicam que a estrutura do ativo não mostra qualquer tipo de relação com o endividamento.

De forma resumida, apresenta-se, na tabela 17, os resultados do teste das hipóteses formuladas neste estudo.

Tabela 17 – Resultados das hipóteses formuladas

Hipóteses	Descrição	Sinal Esperado	Resultado
H1	A LG está negativamente relacionada com a rentabilidade	-	Suportada
H2	O CCC está negativamente relacionado com a rentabilidade	-	Suportada
H3	O FCO está positivamente relacionado com a lucratividade	+	Suportada
H4	A estrutura do ativo está positivamente relacionada com a lucratividade	+	Não Suportada
H5	A LG está negativamente relacionada com o endividamento	-	Suportada
H6	O CCC está negativamente relacionado com o endividamento	-	Suportada
H7	O FCO está negativamente relacionado com o endividamento	-	Suportada
H8	A estrutura do ativo está positivamente relacionada com o endividamento	+	Não Suportada

Fonte: Elaboração própria

5.3. Análise e discussão dos resultados

Através da análise da evolução dos dados das variáveis de liquidez (LG, CCC, FCO), estrutura do ativo, rentabilidade (ROV) e estrutura de capitais (endividamento) é possível verificar que a maior parte das empresas seguem um comportamento normal. Relativamente à LG, é possível verificar que os valores obtidos, em média, são superiores a 1, o que significa que as empresas apresentam bons níveis de liquidez. No entanto a Cofina, a EDP Renováveis, a Glintt, a Ibersol, a Imprensa, a Jerónimo Martins, a NOS, a Ren, a Sonae e a Sonae Indústria apresentam uma LG inferior a 1 ao longo de todos os anos em análise (2014-2018). De referir que a $LG < 1$ pode não significar dificuldades financeiras, importa relacionar este indicador com outros que permita de forma mais clara analisar a capacidade da empresa em solver os seus compromissos. Em relação ao CCC, os valores obtidos indicam, em termos médios e gerais, que as empresas detêm de um forte poder negocial junto dos seus fornecedores/clientes, uma vez que, a maior parte das empresas financia as suas atividades com recurso aos

créditos de fornecedores. Por outro lado, é possível verificar que a Ren apresenta valores em relação às outras empresas bastante diferentes. No entanto, o valor do indicador poderá estar relacionado com o setor atividade. Quanto ao FCO, os valores variam entre 0.004 e 0.888, sendo a média de 0.284. As empresas que apresentam valores mais favoráveis neste indicador são a Altri, a EDP Renováveis, a Galp, a Navigator e a NOS. Relativamente à estrutura de ativo, os resultados indicam o peso dos ativos fixos tangíveis no ativo total de uma empresa. O resultado deste indicador varia entre 0,000 e 0,813, sendo a média de 0,280. No indicador de rendibilidade (ROV), é possível verificar algumas oscilações nos resultados, ou seja, existem empresas que apresentam bons níveis de rendibilidade e outras baixos níveis, o que significa que há empresas com mais capacidade de gerar resultados do que outras. As empresas que apresentam as oscilações mais significativas são a Altri, a Martifer, a Reditus, a Sona Capital e a Sonaecom. De uma forma geral, a rendibilidade obtida pelas empresas é positiva, com exceção das empresas Martifer, Reditus, Sonaecom e Glintt. Por fim, quanto ao endividamento, os valores obtidos são constantes ao longo dos anos nas diversas empresas e revelam que o recurso a empréstimos é baixo, pelo facto de os valores obtidos serem em geral inferior a 1, variando entre 0,061 e 1,156.

Através da análise estatística da correlação e da regressão é possível verificar que os resultados obtidos suportam as hipóteses formuladas nesta investigação, com exceção da estrutura do ativo que não demonstra estar relacionada estatisticamente com as variáveis dependentes (rendibilidade e estrutura de capital). Relativamente à correlação entre as variáveis LG e CCC e a variável dependente, ROV, verifica-se que existe uma correlação negativa e estatisticamente significativa (-0,259 e -0,209 respetivamente) para $p < 0.01$. A correlação entre as variáveis FCO e ROV é positiva (0,529) e estatisticamente significativa para $p < 0,01$. Relativamente à relação entre LG e FCO e a estrutura de capital todas as correlações são negativas (-0,274; -0,235) e estatisticamente significativas para $p < 0,01$. Contudo através da análise das correlações da estrutura do ativo em relação ao endividamento e ROV, não foi possível verificar relação significativa entre as variáveis, dado que $p > 0,05$.

De seguida procede-se à discussão dos resultados em função dos valores obtidos no teste de cada hipótese. Quanto à H1, os resultados mostram que a LG tem uma relação significativa e negativa com a ROV. Os resultados encontrados sobre a influência da liquidez na rendibilidade corroboram os resultados encontrados por Eljelly (2004), que verificou que há uma correlação significativa e negativa entre as variáveis em análise. Contudo, os resultados diferem dos obtidos por Pimentel, Braga e Casa Nova (2005) e

Pimentel e Lima (2011) que encontram uma relação positiva entre a liquidez e a rentabilidade.

Os resultados mostram uma relação significativa e negativa entre as variáveis CCC e ROV, suportando a H2, estando em sintonia com os resultados de Shin e Soenen (1998), Zariyawati *et al.* (2009), Mathuva (2010), Sing e Kamur (2013) e Yazdanfar e Ohman (2014).

Os resultados obtidos relativamente à relação entre o FCO e a rentabilidade, suportam a H3 e estão de acordo com o estudo de Banimahd e Aliabadi (2013), dado que encontram uma relação significativa e positiva entre a FCO e a rentabilidade,

Relativamente à H4, os resultados obtidos mostram a inexistência de uma relação entre a estrutura de ativo e a rentabilidade. Apesar de Silva e Santos (2002), Padoveze e Benedicto (2007) e Ludícibus (2008) encontrarem uma relação significativa e positiva entre a estrutura do ativo e a rentabilidade, os resultados obtidos neste estudo não são capazes de suportar esta evidência, rejeitando a H4.

Quanto à H5, os resultados sustentam a existência de uma relação significativa e negativa entre a LG e o endividamento. Estes resultados estão de acordo com as evidências de Ferreira e Vilela (2004) e de Guney e Ozkan (2007). Desta forma, verifica-se que existe uma relação significativa e negativa entre a LG e o endividamento, o que leva a suportar a H5.

Relativamente à H6, os resultados indicam existir uma relação significativa e negativa entre o CCC e o endividamento, o que suporta a H6. Estes resultados sustentam as evidências de Soares (2013), pois quanto mais elevado for o CCC, menor é a necessidade da empresa em recorrer a empréstimos, e, desta forma, menor será o nível de endividamento de uma empresa.

No que respeita à relação entre o FCO e o endividamento, os resultados obtidos mostram a existência de uma relação significativa e negativa. Os resultados encontrados comprovam as evidências de Goldratt e Cox (1990). Desta forma, os resultados permitem suportar a H7, ou seja, de que existe uma relação negativa entre o FCO e o endividamento.

Quanto à H8, os resultados obtidos mostram a inexistência de uma relação significativa entre a estrutura do ativo e o endividamento. Apesar de vários autores sustentarem a existência de uma relação positiva, os resultados obtidos não mostram relação significativa entre ambas as variáveis. Desta forma, os resultados obtidos por Ferri e Jones (1979), Titman e Wessels (1988), Rajan e Zingales (1995), Jorge e Armanda

(2001) e Frank e Goyal (2007) não são comprovados neste estudo. Assim sendo, as evidências encontradas não suportam a H8.

6. CONCLUSÃO

Os indicadores de liquidez, da estrutura do ativo, da estrutura de capitais e da rentabilidade (entre outros) devem ser cuidadosamente analisados e geridos no sentido de garantir a sobrevivência e o crescimento das empresas. Dada a sua importância, este trabalho visa analisar a evolução dos indicadores de liquidez, estrutura do ativo, rentabilidade (ROV) e estrutura de capitais (endividamento) e o impacto dos indicadores de liquidez e estrutura do ativo na rentabilidade e estrutura de capitais. Para tal, procedeu-se à análise dos dados das empresas cotadas em bolsa (Euronext Lisboa), para o período de 5 anos (2014 a 2018). Com base nos dados recolhidos nos relatórios e contas e base de dados SABI, foi possível obter os valores das variáveis indicadas para as empresas em análise. A amostra é composta por 29 empresas e 145 observações (dados de 2014 a 2018).

Em relação à evolução das variáveis de liquidez (LG, CCC e FCO), os resultados indicam que os valores destes indicadores se encontram próximos ao longo dos anos na maioria das empresas analisadas. Contudo, o CCC é o indicador que se apresenta com maior oscilação. A empresa REN é a empresa que mais revela variações neste indicador, o que pode estar associado ao seu setor de atividade, dado que apresenta PMR reduzidos e PMP alargados, o que permite à empresa financiar as suas atividades com recursos dos fornecedores. Quanto à evolução da estrutura do ativo e estrutura de capitais é possível verificar um comportamento normal, não se verificando oscilações significativas ao longo dos anos na maioria das empresas. No que concerne à rentabilidade, medida através do indicador ROV, verificam-se valores sem variações significativas na maioria das empresas. Destacam-se os valores das empresas que apresentam bons níveis de rentabilidade, como a EDP Renováveis e a REN (entre outras), e valores menos favoráveis, como é o caso da Martifer e da Sonaecom. A estrutura de capitais das empresas, medida através do indicador endividamento, revela-se diferente entre empresas, mas sem oscilações significativas na maior parte das empresas analisadas.

A relação entre a liquidez e a rentabilidade é um tema bastante debatido por muitos investigadores (Banos-Caballero et al., 2001; Fiador, 2016; Tran et al., 2017), porque a literatura defende que a rentabilidade diminui com o aumento da liquidez, gerando algumas preocupações aos gestores financeiros. Este estudo não é exceção, uma vez que os resultados indicam que a LG e o CCC influenciam negativamente a rentabilidade das empresas e que o FCO influencia positivamente a rentabilidade, suportando as H1, H2 e H3. Os resultados deste estudo estão em conformidade com os resultados obtidos

nos estudos de Mathuva (2010), Sing e Kamur (2017), Yazdanfar e Ohman (2014) e Banimahd e Aliabadi (2013).

Por outro lado, os resultados obtidos confirmam a teoria da Pecking Order e contrariam a teoria do Trade-Off, dado que a LG, o CCC e o FCO influenciam negativamente o endividamento das empresas. Os resultados levam a suportar as hipóteses H5, H6 e H7 e corroboram os resultados de Ferreira e Vilela (2004) e de Guney e Ozkan (2007), Soares (2013) e Goldratt e Cox (1990).

Por último, neste estudo não foi possível verificar a existência de uma relação significativa entre a estrutura do ativo e as variáveis dependentes, o que leva a rejeitar a H4 e H8. Assim, os resultados não corroboram os resultados de vários estudos, como os de Jorge e Armanda (2001) e Frank e Goyal (2007).

Tendo em conta o objetivo principal deste estudo, foi possível constatar a importância do estudo destas variáveis (liquidez, rentabilidade e estrutura de capitais) para a sobrevivência de uma empresa. Uma boa gestão destes indicadores são cruciais para a estabilidade financeira/económica de uma empresa. A má gestão de algum destes indicadores pode contribuir para a instabilidade da empresa.

7. LIMITAÇÕES E RECOMENDAÇÕES

A elaboração do presente estudo permitiu constatar algumas limitações, que devem ser levadas em conta para trabalhos futuros.

Este trabalho teve como objetivo estudar a influência da LG, CCC, FCO e estrutura do ativo na estrutura de capitais (endividamento) e na rentabilidade empresarial das empresas cotadas em bolsa em Portugal. As empresas escolhidas para este estudo pertencem à Euronext Lisboa. No entanto, este estudo limita-se às empresas cotadas, o que não permite generalizar os resultados às empresas portuguesas.

Outra limitação relaciona-se com o cálculo do PMP e PMR, que foram considerados no cálculo do CCC. A fórmula de cálculo destes indicadores envolve a aplicação de uma taxa de Iva que não é evidenciada nos relatórios e contas das empresas analisadas e varia de empresa para empresa.

Em futuros trabalhos, sugere-se aplicação deste estudo a uma amostra mais alargada, incluindo empresas não cotadas, e a inserção de outras variáveis como o *leverage* e outros indicadores de rentabilidade, como ROA e RCP.

De salientar que é importante dar atenção especial a este tema, principalmente devido aos grandes desafios que o sistema financeiro português enfrenta e devido à importância que estes indicadores têm para uma empresa, dado que uma má gestão da liquidez e outros recursos pode provocar a instabilidade financeira empresarial.

Referências bibliográficas

- Alcarva, P. (2011) *A Banca e as PME*. Porto: Vida Económica.
- Ametefe, F., Devaney, S. e Marcato, G. (2015) *Estimating Liquidity in Real Estate Markets*. New Broad Street: Investment Property Forum.
- Augusto, M. (2006) Política de Dividendos e Estrutura de Capital: Respostas e Dúvidas do Estado da Arte. Universidade de Coimbra.
- Bagchi, B. (2013) Liquidity–profitability relationship: empirical evidence from Indian fast moving consumer goods firms. *Applied Management Science*, 5(4), pp.355-376. doi: 10.1504/IJAMS.2013.057109
- Banimahd, B. e Aliabadi, M. (2013) A study on relationship between earnings management and operating cash flows management: Evidence from tehran stock Exchange. *Management Science Letters*, 3, pp.1677–1682.
- Baños-Caballero, S., García-Teruel, P. e Martínez-Solano, P. (2001) Working capital management in SMEs. *Accounting and Finance*, 50(3), pp.511-527.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T. e Basso, L. F. C. (2009) Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na américa latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM, Rev. Adm. Mackenzie*, 10(6), pp.47-77. Doi: 10.1590/S1678-69712009000600005.
- Bodie, Z. e Merton, R. C. (2000) *Finance*. New Jersey: Prentice-Hall.
- Braga, R. (1989) *Fundamentos e técnicas de administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Brealey, R., Myers, S. C., e Marcus, A. J. (2003) *Fundamentos da Administração Financeira*. 3ª ed. Portugal: McGraw-Hill.
- Costa, C. (2010) Modelo gestão para Micro e Pequenas Empresas. ISCTE Business School.
- Cunha, J. (2013) A Análise Financeira como ferramenta de apoio à tomada de decisão. Universidade da Beira Interior.
- Dallbello, L. (1999) A relevância do uso do fluxo de caixa como ferramenta de gestão financeira para avaliação da liquidez e capacidade de financiamento das empresas. Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis.
- Deloof, M. (2003) Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30 (3-4) pp.573-585. [Acedido em

20 de Novembro 2018]. Disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/1468-5957.00008/full>.

Eljelly, A. M. A. (2004) Liquidity-Profitability Trade-Off: An Empirical Investigation in an Emerging Market. *International Journal of Commerce and Management*, 14(2), pp.48-61.

Famá, R., Barros, L. e Silveira, A. A. (2006) Estrutura de Capital é Relevante? Novas Evidências a Partir de Dados Norte-Americanos e Latino-Americanos. *Caderno de Pesquisas em Administração*, 8(2), pp.71-84.

Fernandes, C. (2012) *Análise Financeira: Teoria e Prática*. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

Fernandes, C., Peguinho, C., Vieira, E. e Neiva, J. (2014) *Análise Financeira: Teoria e Prática*. 1ªed. Lisboa: Edições Sílabo, Lda.

Ferraz, P. S., Sousa, E. F. e Novaes, P. V. G. (2017) Relação entre liquidez e rentabilidade das empresas listadas na BMF&BOVESPA. *ConTexto*: Porto Alegre, 17 (35), pp.56-67.

Ferreira, M. A. e Vilela, A. S. (2004) Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, pp.295-319. doi: 10.1111/j.1354-7798.2004.00251.

Ferri, M. G. e Jones, W. H.(1979) Estrutura de capital das empresas industriais dos EUA. *Journal of Finance*, 34(3), pp.631-44.

Gastineau, G. L. e Kritzman, M. P. (1996) *Dicionário de Administração de risco financeiro*. São Paulo: BMF Brasil.

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., e Bender, A. (2005) The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), pp.51- 69. doi: 10.1111/j.1354-7798.2005.00275

Forti, C. A. B., Peixoto, F. M. e Alves, D. L. E. (2015) Fatores determinantes do pagamento de dividendos no Brasil. *Revista Contabilidade e Finanças*, 26(68), pp.167-180.

Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009) Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), pp.1-37.

Gitman, L. J. (1974) Estimating corporate liquidity requirements: a simplified approach. *Financial Review*, 9(1), pp.79-88. doi: 10.1111/j.1540-6288

Gitman, L. (2004) *Princípios de Administração Financeira*. 7ªed. São Paulo: Pearson.

- Gitman, L. J. (2010) *Princípios de administração financeira*. 12ª ed. São Paulo: Pearson, 2010.
- Gitman, L. e Madura, J. (2003) *Administração financeira*. São Paulo: Atlas.
- Goldratt, E. M. e Cox, J. (1990) *A meta*. 4ª ed. São Paulo: Iman.
- Gomes, R. (2012) A estrutura do capital das empresas: teoria ao longo de 50 anos. *Economia e Empresas*, 14, pp.119-143.
- Gonçalves C., Santos D., Rodrigo J. e Fernandes S. (2012) *Relato Financeiro: Interpretação e Análise*. Porto: Vida Económica.
- Gujarati, D. N. (1996) *Econometria básica*. São Paulo: Makron Books.
- Guney, Y., Ozkan, A. e Ozkan, N. (2007) International evidence on the non-linear impact of leverage on corporate cash holdings. *Journal of Multinational Financial Management*, 17, pp.45-60. doi: 10.1016/j.mulfin.2006.03.003.
- Hirigoyen, G. (1985) Rentabilité et solvabilité. *Direction et Gestion*, 3, pp.1-26
- Huot, R. (2002) *Métodos quantitativos para as ciências humanas*. Lisboa: Instituto Piaget.
- Hutchison, P. D., Farris, M. T. e Anders, S. B. (2007) Cash-to-cash analysis and management. *The CPA Journal*, 77(8), pp.42-47.
- Iudícibus, S., Martins, E. e Gelbecke, E. (2003) *Manual de contabilidade das sociedades por ações*. 6º ed. São Paulo: Atlas.
- Iudícibus, S. (2008) *Curso de contabilidade para não contadores*. 4ª ed. São Paulo: Atlas.
- Jedrzejczak-Gas, J. (2018) Determinants of the capital structure of TSL sector enterprises. *De Gruyter*, 22(1), pp.122-139.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360. doi: 10.1007/978-94-009-9257-3_8.
- John, T. (1993) Accounting measures of corporate liquidity, leverage, and costs of financial distress. *Financial Management*, 22, pp.91-100. doi: 10.2307/3665930.
- Jorge, S. e Armada, M. J. (2001) Fatores determinantes do endividamento: uma análise em painel. *Revista de Administração Contemporânea*, 5(2), pp.9-31. doi: 10.1590/S1415-65552001000200002.

- Lustosa, P. R. (2009) 'Ativo e sua avaliação': In Ribeiro, J. F., Lopes, J., Perderneiras, M., *Estudando a teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Kassai, J. R., Kassai, S., Santos, A. e Neto, A. (2000) *Retorno de Investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial*. 2ªed. São Paulo: Atlas.
- Kartika, A., Sunarto, S., Rahman, F. R. e Machmuddah, Z. (2020) Determinants of Capital Structure and Their Effect to Company's Value: Study in LQ 45 Companies Listed in Indonesia Stock Exchange. *Academic Journal of Interdisciplinary Studies*, 9(3), pp.156-165. doi: 10.36941/ajis-2020-0051.
- Kim, C. S., Mauer, D. C. e Sherman, A. E. (1998) The determinants of corporate liquidity: theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), pp.335-359. doi: 10.1504/IJESB.2020.104248.
- Koshio, S. e Nakamura, W. T. (2011) 'Relação Liquidez–Rentabilidade em Empresas: Porque o Sinal Não é Negativo? ' In: *Encontro da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em administração*. Rio de Janeiro: Anais.
- Kraus, A. e Litzenberger, R. (1973) A sate-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), pp.911-922. doi: 10.2307/2978343.
- Magalhães, C. A. R. (2012) Determinantes da estrutura de capital das empresas cotadas no PSI- 20. Universidade da Beira Interior.
- Maness, T. S. e Zietlow, J. T. (2005) *Short-Term Financial Management*. 3ªed. South-Western/Thomson Corporation.
- Martins, H. C. e Terra, P. R. S. (2015) Maturidade do endividamento, desenvolvimento financeiro e instituições legais: análise multinível em empresas latino-americanas. *Revista de Administração*, 50(3), pp.381-394.
- Mathuva, D. M. (2010) The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability: A Survey on Kenyan Listed Firms. *Research Journal of Business Management*, 4(1), pp.1-11. doi: 10.1108/IJPPM-11-2018-0407.
- Maquieira, C. P. e Vieito, J. P. (2010) *Finanças Empresariais: Teoria e Prática*. Lisboa: Escolar Editora.
- Marion, J. C. (2010) *Análise das Demonstrações Contábeis*. 6ªed. São Paulo: Atlas.
- Marôco, E. (2007) *Análise Estatística com Utilização do SPSS (3ª edição)*. Lisboa: Edições Sílabo.

- Martinewski, A. L. (2009) *Contabilidade e Análise das Demonstrações Financeiras: Especialização em Mercado de Capitais*. Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Escola de Administração.
- Martins, D. J. A. e Miranda, G. J. (2012) *Análise avançada das demonstrações contábeis: uma abordagem crítica*. São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (1998) *Análise financeira de balanços*. 5ªed. São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (2003) *Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial*. 6ª ed. São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (2010) *Análise Financeira de Balanços*. 7ªed. São Paulo: Atlas.
- Matias, A. B. (2007) *Finanças corporativas de curto prazo: a gestão do valor do capital de giro*. São Paulo: Atlas.
- Matias, A. B. (2007) *Finanças corporativas de longo prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira*. São Paulo: Atlas.
- Modigliani, F. e Miller, M. (1963) Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), pp.437-447. doi: 10.2307/1809167.
- Moreira, J. A. (2001) *Análise Financeira de Empresas: da teoria à prática*. 4ªed. IMC Editora.
- Myers, C. e Majluf, N. (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that investor dont have. *Publishing House*, 12(2), pp.187-221. doi: 10.3386/w1396
- Myers, S. (1993) Still Searching for Optimal Capital Structure. *Journal of Applied Corporate Finance*, 39(3), pp.4-14
- Myers, S. (1984) The Capital Structure Puzzle. *Journal of Financial Economics*, 39(3), pp.575- 592. doi: 10.3386/w1393.
- Nabais, C. e Nabais, F. (2004) *Prática Financeira: Análise Económica e Financeira*. 6ªed. Editora Lidel.
- Neto, A. (2006) *Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico e Financeiro*. São Paulo: Atlas
- Neto, A. (2010) *Estrutura e Análise de Balanços*. 9ª ed. São Paulo: Atlas.
- Neto, A. (2012) *Estrutura e Análise de Balanços: um enfoque econômico financeiro*. 10ªed. São Paulo: Atlas.
- Neto, A. (2007) *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas.

- Neto, A. e Martins, E. (1986) *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas.
- Neto, A. e Silva, C. A. T. (1997) *Administração do Capital de Maneio*. 2ª ed. São Paulo: Atlas.
- Neves, J. C. (2007) *Análise Financeira – Técnicas Fundamentais*. Lisboa: Texto Editora.
- Neves, J.C. (2012) *Análise e Relato Financeiro – Uma Visão Integrada- de Gestão*. 6ª ed. Lisboa: Textos Editores Lda.
- Oncioiu, I. (2012) Small and Medium Enterprises Access to Financing – A European Concern: Evidence from Romanian SME. *International Business Research*, 5(8), pp.47-59.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. e Williamson, R. (1999) The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, pp.3-46.
- Owolabi, S. A. e Obida, S. S. (2012) Liquidity Management and Corporate Profitability: Case Study of Selected Manufacturing Companies Listed on the Nigerian Stock Exchange. *Business Management Dynamics*, 2(2), pp.10-25.
- Ozkan, A. (2001) Determinants of Capital Structure and Adjustment to Long Run Target: Evidence from UK Company Panel Data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1), pp.175-298.
- Padoveze, C. L. e Benedicto, G. C. (2007) *Análise das Demonstrações Financeiras*. 2ª ed. São Paulo: Thomson.
- Padachi, K. (2006) Trends in Working Capital Management and Its Impact on Firms Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms. *International Review of Business Research Papers*, 2(2), pp.45-58.
- Palia, D. e Porter, R. (2003) Contemporary Issues in Regulatory Risk Management of Commercial Banks. *Financial Markets*, 12(4), pp.224-256.
- Pandy, I. M. (2005) *Financial Management*. New Delhi: Vikas Publishing House PVT Ltd.
- Pass, C. e Pike, R. (1984) An overview of working capital management and corporate financing. *Managerial Finance*, 10 (3/4), pp.1–11. doi: 10.1108/eb027318
- Petkov, R. R., (2012) Competitive advantage from internally generated intangible assets measured at fair value for Bulgarian small and medium size enterprises. *Journal of Theoretical Accounting Research*, 7(2), pp.55-67.

- Peixoto, A. (2017) A estrutura de capital da indústria Hoteleira em Portugal: Hotéis de 4 e 5 estrelas. Instituto Politécnico de Lisboa.
- Pimentel, R. C. e Lima, R. S. (2011) Relação trimestral de longo prazo entre os indicadores de liquidez e de rentabilidade: evidência de empresas do setor têxtil. *Revista de Administração*, 46(3), pp.275-289.
- Pimentel, R. C., Braga, R. e Casa Nova, S. P. C. (2005) Interação entre Rentabilidade e Liquidez: Um Estudo Exploratório. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ: Rio de Janeiro*, 10(2), p.86.
- Pinho, C. S e Tavares, S. (2005) *Análise Financeira e Mercados*. Lisboa: Área Editora
- Pinho, C., Valente, R., Madaleno, M. e Vieira, E. (2011) *Risco Financeiro - Medida e Gestão*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Proença, P. (2013) Determinants of capital structure and financial crisis impact: evidence from portuguese SMEs. Universidade de Lisboa.
- Rajan, R. G. e Zingales, L. (1995) What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), pp.1421-1460. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.
- Reis, E. (1996) *Estatística descritiva*. Lisboa: Edições Sílabo.
- Rogão, M. C. (2006). Determinantes da estrutura de capitais das empresas cotadas portuguesas: evidência usando modelos de dados em painel. Universidade da Beira, Covilhã.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jaffe, J. F. (2002) *Administração Financeira: Corporate Finance*. 2ª ed. São Paulo: Atlas.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jordan, B. D. (2000) *Princípios de Administração Financeira*. 2ª ed. São Paulo: Atlas.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W. e Jordan, B. D. (2013) *Fundamentos da Administração Financeira*. 9ª ed. São Paulo: Mcgraw-hill.
- Santos, J. O. (2000) *Análise de crédito: Empresas e pessoas físicas*. São Paulo: Atlas.
- Santos, J. O. (2008) *Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas*. São Paulo: Atlas.
- Sebastião, J. (2014) Análise das demonstrações financeiras como fator determinante na tomada de decisão: Estudo de casa de entidades angolanas. Instituto Politécnico de Setúbal.

- Shin, H. e Soenen, L. S. (1998) Efficiency of Working Capital Management and Corporate Profitability. *Financial Practice and Education*, 8(2), pp.37-45.
- Silva, A. S. (2013) Determinantes da Estrutura de Capitais: evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon. Faculdade de Economia da Universidade do Porto.
- Silva, D. (2009) O impacto do Corporate Governance na Estrutura de Capitais. Faculdade de Economia do Porto.
- Silva, E. S. e Queirós, M. (2009) *Gestão Financeira: Análise de Investimentos*. Porto: Vida Económica Editorial SA.
- Silva, E. S. (2013) *Gestão Financeira – Análise de Fluxos Financeiros*. 5ªed. Porto: Vida Económica – Editorial, SA.
- Silva, E. S. e Santos, M. (2002) *Gestão Financeira: Análise de Investimentos*. Vida Económica, Editorial SA.
- Silva, J. P. (1997) *Gestão e Análise de Risco de Crédito*. São Paulo: Atlas.
- Silveira, V. G., Silva, R. A., Vieira, K. M., Amaro, R. S. e Marconatto, D. A. B. (2019) Beta condicional para liquidez no mercado acionário brasileiro e americano. *Journal of Administrative Sciences*, 25(2), pp.1-15. doi: 10.5020/2318-0722.2019.5258
- Silvestre, H. C. e Araújo, J. P (2012) *Metodologia para a Investigação Social*. Lisboa: Escolar Editora.
- Singh, H. P. e Kumar, S. (2017) Working capital management and firm profitability: a meta-analysis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 9(1), pp.34–47. doi: 10.1108/QRFM-06-2016-0018.
- Soares, J. (2013) Determinantes da liquidez: Evidência Empírica nas PME. Universidade de Aveiro.
- Teixeira, N., Barros, A. e Leote, F. (2019) Determinantes da Estrutura de Capital do Setor Bancário Angolano. Instituto Politécnico de Setúbal.
- Titman, S. e Wessels, R. (1988) The determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), pp.1-19. doi: 10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.
- Tracy, J. A. (2004) *MBA compacto: finanças*. Rio de Janeiro: Campus.
- Tran, S., Alini, R., Sheila, P., Kroenke, A. e Hein, N. (2017) Desempenho econômico, financeiro e de mercado uma análise fatorial. *Journal of Asia Business Studie*, 25, pp.1-20.

- Tófoli, I. (2008) *Administração Financeira Empresarial*. Campinas: Arte Brasil.
- Wasiuzzaman, S. (2015) Analysis of corporate cash holdings of firms in Malaysia. *Journal of Asia Business Studies*, 8(2), pp.118-135. doi: 10.1108/JABS-10-2012-0048.
- Weston, J. F. e Brigham, E. F. (2000) *Fundamentos da administração financeira*. São Paulo: Makron Books.
- Yazdanfar, D. e Öhman, P. (2014) The impact of cash conversion cycle on firm profitability: An empirical study based on Swedish data. *International Journal of Managerial Finance*, 10(4), pp.442-452. doi: 10.1108/IJMF-12-2013-0137.
- Zdanowicz, J. E. (2000) *Fluxo de caixa: uma decisão de planeamento e controlo financeiro*. 8ª ed. Porto Alegre: Editora Sagra Luzzato.

Webgrafia

- Comissão de Normalização Contabilística (2013). Disponível em: <http://www.cnc.min-financas.pt/snc.html>. [Acedido em 20 de janeiro 2020].
- Estrutura Conceptual (2016). Disponível em: http://www.cnc.min-financas.pt/Instrumentos_snc2016.html. [Acedido em 20 de janeiro 2020].
- Farinha, J. B. R. B. (1994) Análise de Rácios Financeiros. Disponível em: http://www.jorgefarinha.com/fotos/gca/Analise_de_racios_financeiros.pdf. [Acedido em 20 de novembro 2018].
- Ferreira, A. M. (2010) Testes não-paramétricos. Disponível em: http://docentes.esa.ipcb.pt/mede/apontamentos/testes_ao_parametricos.pdf. [Acedido em 20 de janeiro 2019].
- NCRF1 – Estrutura e conteúdos das demonstrações financeiras (2016). Disponível em: http://www.cnc.min-financas.pt/Instrumentos_snc2016.html. [Acedido em 20 de janeiro 2020].
- Sistema de Normalização Contabilística (2016). Disponível em: <http://www.cnc.min-financas.pt/snc2016.html>. [Acedido em 20 de janeiro 2020].