

OS FLUXOS DE CAIXA POR ACTIVIDADES E AS FASES DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA: UMA PERSPECTIVA RELEVANTE

Maria Teresa Venâncio Dores Alves, teresa.alves@esce.ips.pt
Sandra Cristina Dias Nunes, sandra.nunes@esce.ips.pt
Carlos Manuel Severino da Mata, carlos.mata@esce.ips.pt
Instituto Politécnico de Setúbal / Escola Superior de Ciências Empresariais

RESUMO

Reconhecendo o papel relevante que a informação contida na demonstração dos fluxos de caixa pode ter para a tomada de decisão por parte dos utilizadores da informação financeira e o reflexo que a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra pode ter sobre essa informação, desenvolvemos um estudo baseado no trabalho apresentado por Sánchez Alegria *et al.* (2008).

Procurámos padrões de comportamento dos fluxos de caixa das diferentes actividades face às etapas tradicionais do referido ciclo de vida e uma eventual relação entre os indicadores operacionais, através dos coeficientes de correlação de Pearson e Spearman.

Os resultados obtidos foram, no que concerne ao comportamento dos sinais e relativamente às fases de maturidade e de declínio, consistentes com a maior parte das hipóteses. Quanto aos coeficientes de correlação, apenas, quando se trata da fase de introdução, não se verifica a hipótese.

ABSTRACT

We acknowledge the important role that the information included in the cash flow statement plays regarding decision-making by the users of the financial information and the effect that the life cycle stage in which the company can be found may have on this information; we developed a study based on the work of Sánchez Alegria *et al.* (2008).

We looked for descriptive patterns in the cash flow statement of the different activities towards the traditional life cycle stages and for a possible link between the operating income and cash flows from operating activities through the correlation coefficients of Pearson and Spearman.

For the stages of maturity and decline most of the assumptions were verified concerning the signals behaviour and, for the correlation coefficients, only the assumption regarding the operating stage is not verified.

PALAVRAS-CHAVE: fluxos de caixa, ciclo de vida, IAS7, PSI20

KEY-WORDS: cash flow, life cycle, IAS7, PSI20

1. INTRODUÇÃO

De acordo com a IAS 1 “Apresentação de Demonstrações financeiras” do IASB, a demonstração dos fluxos de caixa integra o “conjunto completo das demonstrações financeiras”, sendo portanto de divulgação obrigatória para as empresas que aplicam as IAS/IFRS. Trata-se de uma demonstração financeira que tem vindo a ganhar importância pelo relevo da informação que divulga e que é condicionada, entre outros factores, pelo ciclo de vida da empresa.

A evolução das empresas é influenciada por factores internos (escolha da estratégia, recursos financeiros e capacidade de gestão) e factores externos (ambiente competitivo, factores macro-económicos). Os ciclos de vida da empresa são fases/etapas distintas que resultam de alterações desses factores, os quais derivam das actividades estratégicas definidas pela empresa. Daí que a informação sobre a etapa do ciclo de vida de uma empresa melhore a análise e avaliação das demonstrações financeiras e os fluxos de caixa proporcionem um indicador robusto da etapa do ciclo de vida da empresa (Dickinson, 2008).

Neste sentido, diversos estudos (entre outros, Sánchez Alegria *et al.*, 2008; Dickinson, 2008) têm procurado padrões no comportamento descritivo dos diferentes componentes da demonstração dos fluxos de caixa segundo a fase do referido ciclo em que a empresa se encontra. Esses padrões, a existirem, deverão ser considerados na interpretação da informação que a referida demonstração proporciona. Este estudo replica a investigação desenvolvida por Sánchez Alegria *et al.* (2008), no sentido em que coloca hipóteses sobre o comportamento descritivo e a inter-relação entre o resultado e os três componentes da demonstração dos fluxos de caixa (fluxos de caixa das actividades operacionais, fluxos de caixa das actividades de investimento e fluxos de caixa das actividades de financiamento) em cada uma das etapas clássicas do ciclo de vida de uma empresa: introdução, crescimento, maturidade e declínio. No entanto, enquanto a amostra usada por Sánchez Alegria *et al.* (2008) incluía 201 empresas de diferentes dimensões e sectores de actividade ao longo dos anos de 1990 a 1998, a amostra usada no presente estudo inclui as empresas que integravam o PSI20 em Dezembro de 2009, excepto as financeiras. Além de que, diferentemente destes autores, não fizemos quaisquer ajustamentos para chegar aos montantes dos fluxos de caixa (foram retirados, directamente, das demonstrações dos fluxos de caixa). Tal como Sánchez Alegria *et al.* (2008:212), reconhecemos que, apesar de a realidade multi-produto de muitas das empresas introduzir um certo enfiamento, a análise é levada a cabo num enfoque conjunto (ao nível da empresa) e que o conjunto de produtos de uma mesma empresa poderá situar-se, num ponto de vista individual, em fases distintas do ciclo de vida.

Os resultados obtidos são mistos, pois em determinados casos as hipóteses são verificadas e noutros não o são. No primeiro caso estão, por exemplo, as hipóteses quanto ao comportamento dos sinais na fase de maturidade (excepto para os fluxos de caixa de investimento) e na de declínio (excepto para o resultado operacional) e, ainda, as correlações entre os indicadores operacionais quando se trata das fases de maturidade e de declínio. Sánchez Alegria *et al.* (2008) defendem, face aos resultados que obtiveram, que o cumprimento dos padrões estabelecidos nas hipóteses só se verificam com clareza quando é colocada a delimitação de sub-níveis dentro de cada fase e à medida que estes se tornam mais exigentes.

O trabalho está estruturado da seguinte forma: após a introdução, no ponto 2, apresentamos o enquadramento teórico do tema, destacando aspectos caracterizadores da demonstração dos fluxos de caixa e da informação por ela divulgada e relacionando as etapas do ciclo de vida da empresa e os fluxos de caixa das diferentes actividades; no ponto 3, o destaque recai sobre o estudo empírico realizado, sendo salientadas as hipóteses, a metodologia adoptada e os resultados alcançados; por fim, são retiradas algumas conclusões.

2. ENQUADRAMENTO

2.1. A DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA

O pressuposto do acréscimo, reconhecido pelo normativo contabilístico como pressuposto fundamental, adoptado na elaboração da generalidade das demonstrações financeiras, é derogado quando se adopta o pressuposto de caixa. Mas, como defende Oriol Amat *et al.* (1996), a contabilidade de caixa é mais objectiva, pois evita muitos dos problemas gerados pela possibilidade de selecção entre várias alternativas que persistem na contabilidade baseada no pressuposto do acréscimo.

De acordo com Higson (2002:20), desde os anos 70 que tem sido dada maior consideração à incorporação dos fluxos de caixa nas demonstrações financeiras (eg. AAA, 1971; FASB, 1990, 2000). Como estipula a IAS 1 do IASB, esta demonstração financeira integra o “conjunto completo” das demonstrações financeiras que as entidades têm de apresentar nos seus relatórios e contas.

A IAS 7, “Demonstração dos fluxos de Caixa” veio, desde 1994, “exigir o fornecimento de informação acerca das alterações históricas de caixa e seus equivalentes de uma entidade por meio de uma demonstração dos fluxos de caixa que classifique os fluxos de caixa durante o período proveniente das actividades operacionais, de investimento e de financiamento”. A IAS 7 reconhece, no parágrafo 4, que esta demonstração financeira, em conjunto com as outras, “proporciona informação que facilita aos utentes avaliar as alterações no activo líquido de uma entidade, na sua estrutura financeira (incluindo a sua liquidez e solvência) e na sua capacidade de afectar as quantias e tempestividade dos fluxos de caixa a fim de se adaptar às circunstâncias e oportunidades em mudança”. Reconhece, também, que a demonstração dos fluxos de caixa é útil (parágrafos 4 e 5):

- Para determinar a “capacidade da entidade de gerar dinheiro e seus equivalentes”;
- Porque “facilita aos utentes desenvolver modelos para determinar e comparar o valor presente dos fluxos de caixa futuros de diferentes entidades”;

- Pois “aumenta a comparabilidade do relato do desempenho operacional por diferentes entidades” (devido ao uso do pressuposto de caixa);
- Porque a informação do fluxo de caixa histórico pode ser “usada como um indicador da quantia, da tempestividade e da certeza de fluxos de caixa futuros. É também usada na verificação do rigor de avaliações passadas de fluxos de caixa futuros e no exame do relacionamento entre lucratividade e fluxo de caixa líquido e no impacto de variações de preços”.

A Demonstração dos Fluxos de Caixa apresenta, assim, os fluxos de caixa separados por actividades, evidenciando aqueles que resultam das actividades operacionais, das actividades de investimento e das actividades de financiamento¹. Esta classificação por tipos de actividades proporciona informação que, segundo Mackevieius e Senkus (2006) oferece aos utilizadores a possibilidade de avaliar a influência de cada actividade sobre a posição financeira da empresa e o montante de dinheiro e equivalentes bem como para avaliar as relações entre os referidos tipos de actividades.

2.2. RELATO DA INFORMAÇÃO SOBRE OS FLUXOS DE CAIXA

O relato da informação sobre os fluxos de caixa é relevante para a generalidade dos utilizadores da informação financeira, com destaque para os accionistas, os investidores, os credores e os gestores. Mackevieius e Senkus (2006) consideram que os accionistas necessitam desta informação para a avaliação das possibilidades de desenvolvimento da empresa; da sua condição de solvência; e da capacidade da empresa cobrir os seus passivos. Os investidores e credores necessitam de saber se os influxos de caixa irão superar os exfluxos, se a empresa procederá ao pagamento dos dividendos, à devolução do capital e ao pagamento dos juros e, em geral, se os seus gestores serão capazes de gerir os fluxos de caixa eficientemente. Igualmente, para a gestão de topo da empresa, a informação sobre os fluxos de caixa é especialmente valiosa, para a tomada de decisões de gestão e para a previsão da evolução da actividade. A gestão adequada dos fluxos de caixa ajuda a revelar atempadamente os problemas de várias esferas da actividade da empresa para permitir a melhoria da sua eficácia.

Os fluxos de caixa das actividades operacionais (FCO) podem ser apresentados de acordo com o método directo ou de acordo com o método indirecto. Sendo que, como referido no parágrafo 18 da IAS 7, o método directo será aquele em que “são divulgadas as principais classes dos recebimentos de caixa brutos e dos pagamentos de caixa brutos” e o método indirecto, aquele em que “os lucros ou prejuízos são ajustados pelos efeitos de transacções de natureza não pecuniária, de quaisquer diferimentos ou acréscimos de recebimentos a pagamentos de caixa operacionais passados ou futuros, e itens de rédito ou gasto associados com fluxos de caixa de investimento ou de financiamento.”

Krishnan e Largay III (2000:218-219) apresentam a seguinte síntese das vantagens de cada um destes métodos:

- Vantagens do método directo:

- 1) Capacidade de comparar tipos de recebimentos e pagamentos em dinheiro entre empresas, pelo menos, anualmente (Richardson, 1991);
- 2) Melhor representação do ciclo de dinheiro de uma entidade para os fornecedores de crédito e formato mais amigável do utilizador para os gestores que não possuam conhecimento contabilístico substancial (O’Leary, 1988);
- 3) Utilidade na análise da variância dos fluxos de caixa pois o orçamento pode ser ligado ao relatório dos fluxos de caixa chamando, assim, a atenção para a fonte real de quaisquer problemas (Trout *et al.*, 1993); e
- 4) Maior facilidade na análise da sensibilidade dos fluxos de caixa às alterações de volume pois os recebimentos e pagamentos brutos em dinheiro podem responder diferentemente a variações na actividade (Cornell e Apostolou, 1992).

- Vantagens do método indirecto:

- 1) Realce das diferenças entre resultado líquido e fluxos de caixa líquidos resultantes das actividades operacionais;
- 2) Realce das variações operacionais nas contas não monetárias do fundo de maneio;
- 3) Percebido como menos dispendioso de implementar.

Oriol Amat *et al.* (1996), defende que este último método permite relacionar a demonstração dos fluxos de caixa com a demonstração dos resultados e o balanço; é mais conhecido pelos analistas e é mais fácil de elaborar

¹ A IAS 7, no parágrafo 6, define os conceitos relacionados com a demonstração dos fluxos de caixa e aqui referidos.

porque os números provêm de uma análise simples do balanço. Defende, ainda que, no caso de se considerar que a exigência dos dois métodos é de difícil implementação, a opção deverá recair sobre o método directo pelo seu maior potencial para análise da empresa e pela sua simplicidade de interpretação. Também, Lauver e Swieringa (citados por Krishnan e Largay III, 2000:215) defendem o uso do método directo pois consideram que este é mais consistente com o objectivo de uma demonstração dos fluxos de caixa, pois ao contrário do método indirecto, proporciona informação sobre recebimentos e pagamentos em dinheiro relativos à actividade operacional.

Krishnan e Largay III (2000) estudaram a utilidade do método directo na informação sobre fluxos de caixa, especialmente, a maior utilidade deste método, face ao método indirecto, na previsão dos fluxos de caixa. A relevância do estudo, segundo os autores, prende-se com o facto de, por um lado, de acordo com o FASB, a previsão dos fluxos de caixa ser o objectivo principal do relato financeiro; e por outro, o fluxo de caixa operacional ser usado no cálculo do *free cash flow*, na análise da liquidez e da flexibilidade financeira², e nos modelos de avaliação. Verificaram que a informação sobre os fluxos de caixa passados parece ser mais útil do que os resultados passados, e outra informação na base do acréscimo, na previsão dos fluxos de caixa futuros, sendo essa utilidade alargada quando a informação dos fluxos de caixa é apresentada pelo método directo.

O IASB permite a opção entre o método directo e o método indirecto, mas encoraja o uso do primeiro (conforme IAS7, parágrafos 18 e 19, respectivamente), pois considera que “este método proporciona informação que pode ser útil na estimativa de fluxos de caixa futuros e que não é disponibilizada pelo método indirecto”.

Quanto ao relato dos fluxos de caixa das actividades de investimento (FCI) e de financiamento (FCF), o IASB (IAS 7, parágrafo 21, 22 e 24), refere que, em geral, deve ser efectuado separando “as principais classes dos recebimentos brutos (de caixa) e dos pagamentos brutos (de caixa) provenientes das actividades de investimento e de financiamento”, com excepção dos fluxos de caixa por conta de clientes que reflectam a actividade destes, dos fluxos dos elementos com rotação rápida, grandes quantias e maturidades curtas e, ainda, determinados fluxos de instituições financeiras que sejam relatados numa base líquida.

2.3 RELAÇÃO ENTRE AS ETAPAS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA E OS FLUXOS DE CAIXA

As etapas tradicionalmente consideradas como descrevendo o ciclo de vida da empresa ou do negócio são a introdução ou lançamento, o crescimento, a maturidade e o declínio. Esta sequência, de acordo com Lamas e Rodríguez (2003) explicaria a evolução lógica ou normal do desenvolvimento da actividade a que a empresa se dedica. Importa, no entanto, ter em conta, segundo Sánchez Alegria *et al.* (2008), que é possível que uma empresa se situe numa etapa de crescimento após ter vivido anos de maturidade nos quais alcançou rentabilidade e liquidez suficientes com a sua actividade presente apostando em crescer por via da diversificação dos seus produtos ou áreas geográficas.

Assim, verifica-se que o progresso das etapas de ciclo de vida resulta das decisões estratégicas e do ambiente competitivo. Além de que, por um lado, o desempenho da empresa deriva do somatório da oferta de todos os seus produtos, podendo cada um deles encontrar-se numa etapa diferente do ciclo de vida e, por outro lado, a empresa tanto pode actuar em diversos sectores de actividade como pode apresentar uma oferta diversificada de produtos. Daqui resulta que o ciclo de vida ao nível da empresa pode mesmo não existir ou ser difícil de avaliar porque é constituído por diversas etapas do ciclo de vida dos diferentes produtos³ (Dickinson, 2008). Black (1998), por seu turno, considerava que é esperado que as fases do ciclo de vida, em geral, incorporem os conjuntos de problemas, estratégias, estruturas e processos que uma empresa enfrenta durante um período particular da sua vida.

Dickinson (2008) salienta a dificuldade em usar múltiplos e díspares factores para proporcionar um mapeamento completo para uma etapa do ciclo de vida de uma empresa. Assim, embora investigações anteriores analisem os atributos individuais (comportamento da produção; conhecimento/experiência; investimento; e quota de mercado) sobre a teoria do ciclo de vida, o desenvolvimento de uma proxy derivada da informação contabilística, para captar o ciclo de vida da empresa permite avaliar o desempenho presente e futuro da

² O conceito refere-se à capacidade de uma empresa para gerar caixa suficiente mediante a qual responder a acontecimentos posteriores que marquem novas necessidades ou oportunidades de expansão, e que se traduza em que a empresa tenha capacidade para endividar-se, aumentar capital, vender activos, etc., financiando novos investimentos mediante os quais fazer face a alterações na sua envolvente competitiva (Lamas e Rodríguez, 2003:14).

³ Uma empresa é um portfolio de múltiplos produtos em diferentes fases do seu ciclo de vida, sendo o ciclo de vida da empresa de natureza cíclica e o objectivo principal desta manter-se na fase de crescimento, na qual os lucros são maximizados. Porém, a empresa pode entrar na fase de declínio a partir de qualquer uma das outras fases (Dickinson, 2008).

empresa, condicionado à fase presente do seu ciclo de vida. O método de classificação deriva de padrões de fluxos de caixa retirados da demonstração dos fluxos de caixa, sendo a classificação conseguida através da combinação dos fluxos de caixa operacionais, investimento e financiamento da empresa com a atribuição da fase de ciclo de vida da empresa. O comportamento previsto dos fluxos de caixa deriva da *Industrial Organization Theory*⁴. Esta metodologia de classificação é orgânica, dado que identifica a fase do ciclo de vida em resultado da performance da empresa e da alocação dos recursos. A autora (Dickinson 2008:7) sublinha, ainda, que as fases do ciclo de vida individual da empresa podem diferir dentro de um sector⁵ porque: 1) a inovação é um processo contínuo com empresas *entrantes* e existentes no mercado ao longo de todo o ciclo de vida do sector; e 2) há diferenças entre as empresas na aquisição de conhecimento, investimento inicial e reinvestimento de capital e adaptabilidade ao ambiente concorrencial.

Segundo Sánchez Alegria *et al.* (2008:214), Stickney e Brown (2007) ou White, Sondhi e Fried (2003) apresentam padrões de comportamento dos FCO, FCI e FCF, conforme são considerados factores como o período médio de maturidade da empresa, os períodos de medição dos fluxos ou as etapas do ciclo de vida em que a empresa se encontra.

Stickney e Brown (1999, citados por Lamas e Rodríguez, 2003:4), interpretaram os sinais das diferentes categorias de fluxos de caixa por actividades e relacionaram esses sinais com as etapas do ciclo de vida de um negócio. Assim, ter-se-ia:

1º) Introdução: (FCO < 0; FCF > 0; FCI < 0);

2º) Crescimento: (FCO > 0; FCF > 0; FCI < 0);

3º) Maturidade: (FCO > 0; FCF < 0; FCI < 0);

4º) Declínio: Manutenção do equilíbrio do caso anterior, com descida continuada dos fluxos operacionais e de investimentos, aproximando-se de zero.

Relativamente a cada uma das fases tradicionais do ciclo de vida e à sua relação com o resultado operacional e com os fluxos de caixa, destacamos o seguinte:

- Na fase de introdução ou lançamento a empresa está a iniciar a sua actividade ou um novo negócio, daí que os seus recursos provenham quase exclusivamente do financiamento externo, que deverá ser suficiente para satisfazer os pagamentos líquidos relativos às actividades operacionais e de investimento. Se este não for o caso, a estrutura de sinais dos fluxos de caixa por actividades evidenciará problemas de solvência (Lamas e Rodríguez, 2003). Assim, nesta fase o resultado operacional (RO) é negativo, dado que a empresa não consegue obter um nível suficiente de vendas para alcançar o seu ponto limiar da rendibilidade. O fluxo de caixa operacional, também, é negativo pois a liquidez gerada pela actividade operacional será reinvestida no crescimento da estrutura do activo corrente. A necessidade de investir em capacidade produtiva ou infra-estruturas levará a que a actividade de investimento gere fluxos de caixa muito negativos. Para financiar as actividades operacionais e de investimento, a empresa usará correntes positivas na sua actividade de financiamento seja através de dívida ou de entregas de sócios (Sánchez Alegria *et al.*, 2008). Ou, tal como defende Dickinson (2008), é provável que a actividade operacional não seja suficiente para financiar adequadamente o crescimento, existirá uma procura de financiamento externo e, conseqüentemente, fluxos de caixa líquidos de financiamento positivos;

- Na fase de crescimento a empresa já obtém fluxos de caixa operacionais positivos, mas ainda necessita de financiamento externo para fazer face aos seus investimentos. Financia os seus investimentos com fluxos de caixa operacionais e fluxos de financiamento externo, mas pode estar mais ou menos dependente do financiamento externo. Espera-se, ainda, que no final da etapa, os fluxos operacionais comecem a superar os fluxos de financiamento (Lamas e Rodríguez, 2003). Nesta fase, o RO aproxima-se de valores positivos à medida que as vendas crescem e os sinais dos fluxos das actividades apresentam um comportamento muito semelhante à fase de introdução, pois apenas o sinal dos FCO diverge (agora é positivo). Em geral, tanto a actividade operacional como a de investimento necessitam procurar recursos fora do auto-financiamento, razão pela qual os fluxos gerados pela actividade de investimento serão negativos e os fluxos gerados pela actividade de financiamento altamente positivos (Sánchez Alegria *et al.*, 2008). Numa perspectiva de adequação à fase do ciclo de vida do negócio, o maior peso relativo dos fluxos de caixa das actividades de financiamento significa uma maior proximidade da fase de introdução e um maior peso relativo dos fluxos de caixa das actividades operacionais uma maior proximidade da fase de maturidade. Através de investimentos adicionais no início da fase de crescimento, as empresas podem, segundo Levinthal (1991, citado por Dickinson, 2008:8) erguer barreiras à entrada. Continuam a investir não só em activos financeiros e intangíveis, mas também em capital

⁴ Área da economia que estuda o comportamento estratégico das empresas. A estrutura dos mercados e as suas interações. Em: http://en.wikipedia.org/wiki/Industrial_organization.

⁵ Os padrões do ciclo de vida do sector ocorrem devido às alterações da taxa de inovação e de intensidade da concorrência no ciclo de vida do sector (Dickinson 2008).

organizacional, tal como, investimentos em sistemas de distribuição, infra-estrutura produtiva e capacidades tecnológicas;

- Na fase de maturidade, a empresa consegue financiar todos os seus investimentos com fluxos de caixa que ela própria gera (Lamas e Rodríguez, 2003). Nesta fase, há um nível de vendas consolidado e uma reduzida variação nos níveis de actividade, tendo-se alcançado um nível de rentabilidade adequado, que se traduz num RO francamente positivo. A actividade operacional gera elevados excedentes de tesouraria permitindo a sua canalização para as outras actividades (Sánchez Alegria *et al.*, 2008). No entanto, à medida que as empresas avançam nesta fase, a sua rentabilidade começa a sofrer erosão e, então, investem mais para manter capital do que para crescer, mas os fluxos de caixa líquidos de investimento serão, ainda, negativos. Em resposta, as empresas deverão canalizar recursos para a diferenciação do produto e/ou para as melhorias na eficiência; é, ainda, provável que alterem o foco da obtenção de novo financiamento para o serviço da dívida, o que resulta num fluxo de caixa financiamento negativo. (Dickinson, 2008);

- Na fase de declínio, ocorre uma diminuição significativa no volume de negócios, daí que o RO sofra uma queda brusca e o FCO diminua consideravelmente. A actividade de investimento apresenta fluxos de caixa positivos devido à provável venda da infra-estrutura produtiva, consequência tanto da queda do mercado como da necessidade de procurar alternativas de liquidez ante a diminuição da sua flexibilidade financeira. A actividade de financiamento apresentará sinal negativo devido ao pagamento do serviço da dívida e à dificuldade de obter novos financiamentos (Sánchez Alegria *et al.*, 2008). Dickinson (2008) refere que a empresa entra nesta fase se não se adaptar à concorrência ou a inovação não tiver sucesso, tendo como eventuais opções a descontinuação de unidades de negócio ou de toda a empresa. Os fluxos de caixa operacionais para as empresa em declínio são previsivelmente negativos e geralmente estas tem de liquidar a sua base de activos para financiar as operações internamente e/ou o serviço da dívida o que resulta num fluxo de caixa de investimento positivo. Diferentemente de Sanchez Alegria *et al.* (2008), Dickinson (2008) defende que o sinal dos fluxos de caixa de financiamento é indeterminável porque as empresas em declínio podem renegociar a dívida e/ou assegurar financiamentos adicionais se os credores percepcionarem o declínio da empresa como temporário. Lamas e Rodríguez (2003) acrescentam que a longo prazo, a redução no saldo de investimentos só pode continuar a afectar activos não funcionais, não relacionados com a consecução de fluxos de caixa das actividades operacionais positivos, já que de contrário a empresa desapareceria.

De acordo com Lamas e Rodríguez (2003), fora desta evolução uma empresa pode incorrer em situações de desequilíbrio financeiro. Estas situações podem apresentar-se em empresas novas que não chegam a superar a etapa de introdução ou lançamento, passando a uma etapa de reestruturação, que eventualmente pode terminar no encerramento ou falência, ou então, num retorno à etapa de introdução, para novamente tentar alcançar a etapa seguinte. Contudo, em qualquer momento da vida da empresa pode-se cair numa situação de desequilíbrio financeiro, o que levará os seus gestores a empreender as acções necessárias para retomar a senda do equilíbrio, ou seja, a voltar a situar a empresa na etapa que lhe corresponde em função do momento em que se encontra o ciclo de vida do seu negócio. Os autores (Lamas e Rodríguez, 2003) consideram, ainda, duas outras situações possíveis na vida das empresas: Reestruturação: (FCO < 0; FCF > 0; FCI > 0) - fase em que os pagamentos operacionais da empresa superam os seus recebimentos operacionais, sendo este déficit financiado através do financiamento externo da alienação de activos (desinvestimento). A alienação de activos não funcionais, não rentáveis, permitirá reduzir gastos e gerar fluxos de caixa operacionais positivos no futuro. Em seguida, a empresa procura o seu equilíbrio realizando novos investimentos, com o que os fluxos por actividades de investimento passarão a ser negativos, voltando à fase de lançamento. No entanto, o equilíbrio financeiro só será alcançado quando os fluxos de caixa operacionais registarem sinal positivo; e Liquidação: (FCO < 0; FCF < 0; FCI > 0) - fase em que os recursos derivam, apenas, da venda de activos. Os FCO e os FCF (extrema dificuldade de conseguir novos financiamentos e necessidade de satisfazer o serviço da dívida existente) são negativos. Esta situação não pode durar muito tempo e conduz a empresa a uma situação sem saída.

Dickinson (2008:9)⁶, considera a possibilidade de existência de uma fase que designa por “fase de shake out” e que resultaria da erosão provocada pela vantagem competitiva que caracteriza a fase de maturidade. As empresas podem, em consequência, ou rejuvenescer as actividades operacionais através de mudanças estruturais (tais como: aquisição, fusão, joint venture) ou através da expansão para outros mercados. À medida que mais empresas competem por uma posição no mercado saturado os resultados operacionais declinam e as empresas têm de inovar, reduzir custos ou afectar uma mudança estrutural para manter a actividade. Nesta fase, os fluxos de caixa operacionais podem ser positivos ou negativos dependendo do efeito do aumento da competição do

⁶ Para Dickinson (2008:12), a combinação dos padrões de influxos e efluxos de caixa operacionais, de investimentos e financiamento, proporcionam um mapeamento do ciclo de vida de uma empresa num determinado momento, sendo possíveis oito combinações (correspondendo a uma etapa de introdução, uma de crescimento, uma de maturidade, três de *shake-out* e duas de declínio) através do uso do sinal (positivo ou negativo) dos fluxos de caixa por actividades. Trata-se, assim, de uma abordagem mais complexa que as propostas quer por Lamas e Rodríguez (2003) quer por Sánchez Alegria *et al.* (2008).

mercado. As empresas procuram liquidar activos não produtivos de forma a canalizar esses recursos para novos projectos que irão gerar retornos positivos. Esta fase resulta quer na aquisição adicional de activos para inovação (financiados por financiamento interno ou externo) quer na liquidação de activos obsoletos.

Finalmente, importa realçar que para o estudo das decisões de investimento e financiamento tomadas pela empresa parece não ser adequado cingir-nos à análise dos fluxos de um só ano. Na análise de um só período, podemos concluir que a empresa se encontra numa determinada etapa do seu ciclo de vida. No entanto, se a análise abarcar um período de três ou mais anos, o panorama pode ser completamente diferente. As demonstrações de fluxos plurianuais ou multi-período permitem dissipar o perigo de manipulação devido ao efeito da antecipação ou deferimento de transacções comerciais no encerramento do período. Permitem, também, verificar se existe uma tendência para o desequilíbrio ou para uma maior flexibilidade financeira (Lamas e Rodríguez, 2003:13-14).

3. ESTUDO EMPÍRICO

3.1 INTRODUÇÃO

O objectivo deste trabalho consiste, essencialmente, numa aplicação a um conjunto de empresas incluídas no índice PSI20, em Dezembro de 2009, de um estudo efectuado por Sánchez Alegria *et al.* (2008). Tal como os autores referidos, temos como principal propósito estudar empiricamente de que forma as etapas que compõem o ciclo de vida de uma empresa condicionam o comportamento das grandezas RO, FCO, FCI e FCF, tendo presentes duas das variáveis fundamentais para a tomada de decisões financeiras: rentabilidade e liquidez.

À semelhança de Sánchez Alegria *et al.* (2008), consideramos quatro etapas no ciclo de vida de uma empresa: introdução, crescimento, maturidade e declínio. Convém referir que a maior parte da “literatura económica” divide o ciclo de vida de uma empresa nestas quatro etapas principais, ver por exemplo Mueller (1972) e Bulan *et al.* (2009). Não podemos deixar de referenciar alguns trabalhos cujos estudos empíricos consideramos muito enriquecedores. O trabalho de Aharony *et al.* (2006), que estuda o valor de relevância no conjunto de todas as medidas de informação dos fluxos de caixa, separadamente para cada um das últimas três etapas do ciclo de vida da empresa. O trabalho de Dickinson (2008) no qual é analisada a validade dos padrões dos fluxos de caixa como um indicador do ciclo de vida da empresa. Neste último artigo e seguindo o que foi feito por Gort *et al.* (1982), Dickinson (2008) define as seguintes etapas para o ciclo de vida de uma empresa: introdução, crescimento, maturidade, *shake-out* e declínio. E usando o sinal esperado (positivo ou negativo) para cada um dos indicadores, Dickinson (2008) constrói oito combinações dos padrões do fluxo de caixa. Também Bruwer *et al.* (2005) fazem uma decomposição semelhante.

3.2 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES

Tal como Sánchez Alegria *et al.* (2008), vamos considerar uma hipótese por cada etapa do ciclo de vida da empresa, sendo qualquer das quatro etapas baseadas nos seguintes aspectos:

1. Os sinais esperados para cada um dos quatro indicadores (RO; FCO; FCI; FCF);
2. A correlação estatística entre os dois indicadores da actividade operacional (RO e FCO), utilizada como medida da qualidade do resultado;
3. A importância relativa que em relação com o total de entradas e saídas líquidas de caixa produzidas na empresa ao longo do período apresentam cada um dos componentes da demonstração dos fluxos de caixa (FCO, FCI, FCF), aspecto que condiciona a flexibilidade financeira da mesma.

Hipótese 1 – Na fase de introdução

- O sinal é negativo nos indicadores próprios da actividade operacional (RO e FCO), negativo nos FCI e positivo nos FCF;
- A correlação entre RO e FCO é baixa;
- As entradas de caixa procedem, na sua maior parte, da actividade de financiamento e as saídas das actividades operacional e de investimento.

Hipótese 2 – Na fase de crescimento

- O sinal é negativo no RO e no FCO (podendo ser positivo se o crescimento se produz via diversificação), negativo nos FCI e positivo nos FCF;

- A correlação entre RO e FCO é baixa;
- As entradas de caixa procedem, principalmente, da actividade de financiamento, embora esta possa ver-se acompanhada com um possível FCO positivo derivado da actividade presente (supondo que o crescimento parta de uma situação favorável, na qual a empresa se expande via diversificação). As saídas dirigidas, em parte, para a actividade operacional e, de novo, na sua maior parte, para a actividade de investimento.

Hipótese 3 – Na fase de maturidade

- O sinal é positivo na actividade operacional (tanto para o RO como para o FCO) e negativo nas actividades de investimento e de financiamento;
- A correlação entre RO e FCO é alta pela débil influência dos ajustes por acréscimos de curto prazo;
- As entradas de caixa procedem, na sua maior parte, da actividade operacional e as saídas canalizam-se para a actividade de financiamento (devolução de dívida, dividendos, etc.). A actividade de investimento não tem, praticamente, influência.

Hipótese 4 – Na fase de declínio

- O sinal é negativo na actividade operacional e positivo nas actividades de investimento e de financiamento (quanto a esta última, o sinal poderia ser negativo ao serem maiores os reembolsos da dívida que a obtenção destes fundos e ao não ter a empresa possibilidade de poder aceder ao financiamento alheio por ter diminuído a sua flexibilidade financeira);
- A correlação entre RO e FCO é baixa;
- O peso relativo da actividade operacional nas entradas de caixa é nulo por provocar mais pagamentos do que recebimentos, podendo esses fundos advir da actividade de financiamento ou em caso de perda de flexibilidade financeira, das operações de desinvestimento.

Na tabela seguinte são apresentados os resultados esperados.

Tabela 3.1 – Resultados esperados para as hipóteses consideradas

Fases	Sinais Esperados				Correlação Esperada
	RO	FCO	FCI	FCF	RO/FCO
Introdução	-	-	-	+	Baixa
Crescimento	+	-	-	+	Baixa
Maturidade	+	+	-	-	Alta
Declínio	-	- / +	+	- / +	Baixa

Fonte: Adaptado de Sánchez Alegria *et al.* (2008:216).

3.3 AMOSTRA

A amostra compreende os dados relativos às empresas que integravam, em Dezembro de 2009, o índice PSI20, com excepção das entidades financeiras e daquelas das quais não foi possível aceder aos Relatórios e Contas individuais, obtendo-se, assim, um conjunto de 12 empresas⁷. Optou-se por incluir apenas dados entre 2004 e 2008, de forma a obter-se uma série de cinco anos consecutivos para cada uma das empresas. Os dados foram recolhidos dos Relatórios e Contas disponíveis em formato digital, a partir do site da Comissão de Mercados de Valores Mobiliários ou das próprias entidades, correspondendo a um total de sessenta observações.

3.4 VARIÁVEIS EM ESTUDO

Seguindo a metodologia adoptada por Sánchez Alegria *et al.* (2008) serão utilizadas quatro variáveis no estudo, a primeira da demonstração dos resultados e as restantes três da demonstração dos fluxos de caixa:

1. RO – Resultado Operacional

⁷ As empresas são: Brisa, Cimpor, EDP, Teixeira Duarte, Galp, Jerónimo Martins, Portugal Telecom, REN, Semapa, Sonae Industria, Sonae e Zon Multimédia.

2. FCO – Fluxo de caixa da actividade operacional
3. FCI – Fluxo de caixa da actividade de Investimento
4. FCF – Fluxo de caixa da actividade de financiamento

3.5 CRITÉRIOS DE CLASSIFICAÇÃO DAS ETAPAS DO CICLO DE VIDA DA EMPRESA

De acordo com Sánchez Alegria *et al.* (2008), o passo seguinte consiste na classificação das observações (empresa - ano) na etapa do ciclo de vida em que se encontram, com o fim de ter o número de observações razoável para cada fase. Cada etapa caracteriza-se por aspectos que a diferenciam das outras, pelo que trataremos de identificar ou delimitar ao máximo a etapa do seu ciclo de vida em que se encontra cada empresa a partir das referidas características. Autores como Anthony *et al.* (1992) e Black (1998) utilizam três descritores financeiros para catalogar as observações (empresa - ano) objecto do estudo em cada etapa do ciclo de vida. O pagamento de dividendos; o crescimento das vendas e o investimento em capital e acrescentam um quarto descritor não financeiro, a idade da empresa. Assim, consideram que uma empresa que se encontra na etapa de crescimento terá um forte crescimento nas vendas, o investimento em capital sobre o valor da empresa será grande e a proporção dos dividendos distribuídos sobre o resultado obtido será baixa; pelo contrário, uma empresa que se encontre na fase de declínio, apresentará estes indicadores em sentido inverso, com excepção do pagamento de dividendos que será próprio da etapa de maturidade.

No nosso estudo utilizamos as seguintes variáveis:

- Idade (antiguidade da empresa): diferença entre a data a que corresponde o Relatório e Contas e o ano da constituição da empresa, informação obtida a partir do respectivo site institucional. Esta variável é utilizada, unicamente, para separar as observações da fase de introdução das observações das restantes fases.
- Crescimento médio das vendas nos últimos dois anos (CMV): média aritmética da variação das vendas nos últimos dois anos.

$$CMV_t = [(vendas_t / vendas_{t-1}) + (vendas_{t-1} / vendas_{t-2})] \times 0,5$$

Esta variável faz a média do crescimento experimentado pelas vendas do ano em curso com o do ano precedente. Utiliza-se para discriminar entre as fases de crescimento, maturidade e declínio conforme os níveis sejam superiores a 1,1 (crescimento), estejam entre 0,9 e 1,1 (maturidade) ou sejam inferiores a 0,9 (declínio).

Inicialmente pretendíamos, tal como Sánchez Alegria *et al.* (2008), dividir as quatro fases estudando diferentes sub-níveis dentro das mesmas⁸. No entanto devido ao reduzido número de observações de que dispomos fomos obrigados a trabalhar apenas com as quatro fases iniciais⁹.

3.6 METODOLOGIA ADOPTADA

A metodologia adoptada é semelhante à seguida por Sánchez Alegria *et al.* (2008). Assim, as hipóteses referidas, relativamente ao comportamento dos sinais testam-se através dos valores médios de cada variável. Tanto para as hipóteses sobre sinais como sobre coeficientes de correlação, as quatro variáveis RO, FCO, FCI e FCF, tomam-se relativizadas pelo valor do activo total com a finalidade de eliminar o efeito dimensão. Uma vez, levadas a

⁸ Nesse sentido teríamos (Sánchez Alegria *et al.*, 2008):

Introdução: aqueles casos em que a idade da empresa é igual ou inferior a 7 anos;

Crescimento: quatro sub-níveis ordenados do menor para o maior grau de crescimento: crescimento médio das vendas nos dois últimos anos superior a 10% (CMV > 1,1); crescimento médio das vendas nos dois últimos anos superior a 20% (CMV > 1,2); crescimento médio das vendas nos dois últimos anos superior a 30% (CMV > 1,3); crescimento médio das vendas nos dois últimos anos superior a 40% (CMV > 1,4);

Maturidade: três sub-níveis ordenados do menor para o maior nível de exigência: estabilidade das vendas (0,9 < CMV < 1,1); estabilidade das vendas e geração de rentabilidade (0,9 < CMV < 1,1) e RNA = 0; estabilidade das vendas e pagamento de dividendos (0,9 < CMV < 1,1) e DIV = 1;

Resultados negativos acumulados (RNA): variável dicotómica que toma o valor 1 se a empresa apresenta acumulação de prejuízos (saldo devedor na epígrafe resultados negativos de exercícios anteriores do balanço) e 0 no caso contrário. Esta variável é utilizada para uma mais apurada detecção das observações na etapa de maturidade;

Pagamento de dividendos (DIV): variável dicotómica de valor 1 se a empresa pagou dividendos e 0 no caso contrário. Esta variável é, também, utilizada, para uma mais apurada detecção das observações na etapa de maturidade;

Declínio: quatro sub-níveis ordenados do menor para o maior grau de declínio: declínio nas vendas nos últimos dois anos superior a 10% (CMV < 0,9); declínio nas vendas nos últimos dois anos superior a 20% (CMV < 0,8); declínio nas vendas nos últimos dois anos superior a 30% (CMV < 0,7); declínio nas vendas nos últimos dois anos superior a 40% (CMV < 0,8).

⁹ Em trabalho subsequente, pretendemos alargar o número de empresas da amostra e o período de estudo; e consequentemente, o número de observações, de forma a podermos aprofundar a análise.

cabo provas sobre a normalidade das variáveis nas diferentes fases (teste de Kolmogorof-Smirnov e teste Jarque-Bera) os resultados foram contraditórios pelo que se optou por apresentar tanto o coeficiente de correlação de Pearson (paramétrico) como o coeficiente não paramétrico de Spearman.

4. RESULTADOS

Começamos por analisar os resultados obtidos relativamente às hipóteses dos sinais esperados para cada um dos indicadores. Na Tabela 4.1 podemos encontrar os valores médios obtidos para as diferentes magnitudes (relativizadas pelo activo total).

Tabela 4.1 – Resultados nas hipóteses dos sinais e coeficientes de correlação

Fase	N	Valores Médios (activo total)				Correlação RO/FCO (activo total)	
		RO	FCO	FCI	FCF	Pearson	Spearman
Introdução (idade ≤7)	3	-0,015	0,004	-0,098	-0,170	-0,999	-0,999
Crescimento CMV>1,1	23	-0,005	0,002	0,060	-0,039	0,304	0,427
Maturidade 0,9<CMV<1,1	25	0,012	0,021	0,044	-0,056	0,889	0,592
Declínio CMV<0,9	9	0,0004	0,010	0,239	-0,074	0,561	0,113

Fonte: Adaptado de Sánchez Alegria *et al.*¹⁰ (2008).

Como podemos constatar através da observação da Tabela 4.1, na fase de introdução apenas RO e FCI apresentam os sinais esperados. No entanto não podemos deixar de salientar que com apenas três observações/ano não podemos tirar grandes conclusões através dos resultados obtidos. Quanto à fase de crescimento, nenhuma das variáveis apresenta os sinais esperados. Eventualmente, se tivéssemos conseguido trabalhar com os quatro sub-níveis propostos por Sánchez Alegria *et al.* (2008), os resultados fossem mais esclarecedores.

Na fase de maturidade, com o critério da estabilidade das vendas, apenas o sinal de FCI não cumpre a hipótese esperada. Na fase de declínio, todos cumprem as expectativas excepto RO, que ao contrário do que é esperado apresenta um valor positivo, embora se trate de um valor muito pequeno.

De seguida, centrar-nos-emos em verificar o cumprimento do segundo aspecto das hipóteses, as correlações entre os indicadores operacionais (RO e FCO). Para isso, a última parte da tabela 4.1 apresenta os valores obtidos nos coeficientes de correlação de Pearson e Spearman, os quais nem sempre apresentam valores muito semelhantes. Na etapa da introdução o resultado, que deveria ser baixo, e apresenta-se estranhamente igual a -1, deve-se ao facto de apenas se trabalhar com três observações/ano. Devemos por isso ignorar completamente os resultados desta etapa.

Na etapa de crescimento, tal como esperado, a correlação (quer o coeficiente de Pearson quer o coeficiente de Spearman) apresenta valores baixos. Na etapa de maturidade as expectativas de uma correlação elevada são atingidas, verifica-se uma diferença entre os dois coeficientes que provavelmente se deverá não só ao reduzido número de observações, mas também a algum conflito na normalidade. Também na etapa de declínio os valores dos dois coeficientes apresentam diferenças significativas, sendo que o coeficiente de Spearman apresenta um valor mais baixo, estando de acordo com o esperado.

Da análise do comportamento dos sinais e do valor do coeficiente de correlação esperados versus os resultados obtidos nos dois estudos constatou-se que:

- Na fase de introdução: no nosso caso, dada a dimensão da amostra, não é possível uma interpretação válida, apesar das hipóteses se verificarem quando se trata das variáveis RO e FCI; no caso do Sánchez Alegria *et al.* (2008), os valores obtidos foram os esperados com excepção do FCO;

¹⁰ A tabela evidencia os resultados obtidos no nosso estudo.

-Na fase de crescimento: no nosso estudo nenhum dos sinais coincide com o esperado e apenas a correlação apresentou um valor compatível com as hipóteses; no caso de Sánchez Alegria *et al.* (2008), são alcançados resultados semelhantes aos da fase anterior. Salientamos, ainda, que os dois coeficientes de correlação apresentam valores ligeiramente distintos;

- Na fase de maturidade: no nosso caso e face ao esperado o sinal só difere no FCI; relativamente ao estudo do Sánchez Alegria *et al.* (2008) e face ao esperado tem diferenças ao nível do comportamento dos sinais relativamente às variáveis RO e FCF. Quanto ao coeficiente de correlação, no nosso estudo coincide com o esperado, enquanto no estudo Sánchez Alegria *et al.* (2008), apresenta um valor completamente oposto;

- Na fase de declínio: no nosso estudo à excepção do RO, os sinais e a correlação coincidem com o esperado; no caso do estudo de Sánchez Alegria *et al.* (2008), também, se verifica uma diferença relativamente ao esperado, referindo-se esta ao FCI.

Importa realçar que o sinal do FCO coincide, em ambos os estudos, na fase crescimento, embora não confirme a hipótese. Porém, Lamas e Rodriguez (2003), defendem que, nesta fase, o sinal deverá ser positivo para que se possa afirmar que a empresa se encontra em equilíbrio financeiro em termos dinâmicos.

Tabela 4.2 – Estudo Comparativo

Fases		Sinais				Correlação
		RO	FCO	FCI	FCF	Pearson/Spearman
Introdução	Esperado	-	-	-	+	Baixa
	Nosso Estudo	-	+	-	-	Alta/Alta
	Estudo de Sánchez Alegria <i>et al.</i>	-	+	-	+	Baixa/Baixa
Crescimento	Esperado	+	-	-	+	Baixa
	Nosso Estudo	-	+	+	-	Baixa/Baixa
	Estudo de Sánchez Alegria <i>et al.</i>	+	+	-	+	Moderada/Baixa
Maturidade	Esperado	+	+	-	-	Alta
	Nosso Estudo	+	+	+	-	Alta/Moderada
	Estudo de Sánchez Alegria <i>et al.</i>	-	+	-	+	Baixa/Baixa
Declínio	Hipóteses	-	-/+	+	-/+	Baixa
	Nosso Estudo	+	+	+	-	Moderada/Baixa
	Estudo de Sánchez Alegria <i>et al.</i>	-	+	-	+	Baixa/Baixa

Fonte: Elaboração própria.

4. CONCLUSÕES

Reconhecendo o papel relevante que a informação contida na demonstração dos fluxos de caixa pode ter para a tomada de decisão por parte dos utilizadores da informação financeira e o reflexo que a fase do ciclo de vida em que a empresa se encontra pode ter sobre essa informação, desenvolvemos um estudo baseado no trabalho de Sánchez Alegria *et al.* (2008). Assim, partimos da divisão do ciclo de vida das empresas nas quatro etapas clássicas (introdução, crescimento, maturidade e declínio) e usando as variáveis (RO, FCO, FCI e FCF) e uma amostra de 60 observações (12 empresas x 5 anos), colocamos para cada etapa do ciclo diversas hipóteses relacionadas com os sinais esperados e as correlações entre os dois indicadores operacionais.

Quanto aos resultados obtidos, em determinados casos as hipóteses são verificadas e noutros não o são. No primeiro caso estão, por exemplo, as hipóteses quanto ao comportamento dos sinais na fase de maturidade (excepto para os fluxos de caixa de investimento) e na de declínio (excepto para o resultado operacional) e, ainda, as correlações entre os indicadores operacionais quando se trata das fases de maturidade e de declínio. Sánchez Alegria *et al.* (2008) defendem, face aos resultados que obtiveram, que o cumprimento dos padrões estabelecidos nas hipóteses só se verificam com clareza quando é colocada a delimitação de sub-níveis dentro de cada fase e à medida que estes se tornam mais exigentes. Ao contrário dos autores referidos, não foi possível efectuarmos o estudo com o mesmo detalhe devido ao menor número de observações, daí a grande dificuldade em catalogar com exactidão a etapa dentro das quatro clássicas em que se encontra uma empresa num determinado período contabilístico.

Conscientes das limitações do presente estudo, propomo-nos em trabalho subsequente, alargar o número de empresas da amostra e o período de estudo; e consequentemente, o número de observações, de forma a permitir

o aprofundamento da análise. Ainda, segmentar a análise por sectores de actividade, pois esta informação pode ter impacto significativo no comportamento dos fluxos de caixa.

BIBLIOGRAFIA

- Aharony, J., Falk H., and Yehuda N. (2006): “Corporate Life Cycle and the Relative Value – Relevance of Cash Flow versus Accrual Financial Information”. Disponível em: www.google.pt.
- Anthony, J. and Ramesh K. (1992): “Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices: A Test of Life Cycle Hypothesis”, *Journal of Accounting & Economics* 15, 203-227.
- Black, Ervin L. (1998): “Life Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures”, *Journal of Financial Statement Analysis*, Fall 1998; 4,1; ABI/INFORM Global; pp 40-56.
- Bruwer, B. W. S. and Hamman, W. D. (2005): “Cash flow patterns in listed South African industrial companies”. *Meditari Accounting Research* Vol.13 No. 1, 1-17.
- Bulan, L. T. and Yan, Z. (2009): “Tests of the Pecking Order Theory and the Firm Life Cycle”. Available at SSRN:<http://ssrn.com>.
- Dickinson, V. (2008): “Cash Flow Patterns as a proxy for Firm Life Cycle”, University of Florida, Fisher School of Accounting, Maio de 2008. Disponível em: www.google.pt.
- Gort, M. and Klepper, S. (1982): “Time paths in the diffusion of product innovation”. *Economic Journal* 92, 630-653.
- Higson, A. (2002): “An Exploration of the Financial Reporting Expectations Gap”, Working paper series (Charles Sturt University. Faculty of Commerce); 46/02. Disponível em: www.google.pt.
- International Accounting Standards Board (IASB) (1994), IAS 7 – Demonstração dos Fluxos Caixa
- International Accounting Standards Board (IASB) (2004), IAS 1 - Apresentação de Demonstrações Financeiras
- Krishan, G. V. and Largay III, J. A. (2000): “The Predictive Ability of Direct Method Cash Flow”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(1) & (2), Janeiro/Março, 0306-686x.
- Lamas e Rodriguez (2003): “Información Contable y Ciclo de Vida de un Negócio: Metodología para el análisis de Fluxos de Tesorería”, XII Congreso AECA.
- Mackevieus, J. and Senkus, K. (2006): “The System of formation and Evaluation of the Information of Cash Flows”, *Journal of Business Economics and Management*, vol. VII, nº 4, 171-182.
- Mueller, D. C. (1972): “A Life Cycle Theory of the Firm”, *Journal of Industrial Economics* 20:3, 199-219.
- Oriol Amat, J. S., Dowds, J. y Blake, J. (1996): “El Estado de Flujos de Tesorería: Experiencias Internacionales”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. xxv, nº 88, Julio-septiembre 1996, pp. 609-631.
- Sánchez Alegria, S., Lizarraga Dallo, F. y Glaría Aznárez, I. (2008): “El Estado de Flujos de Tesorería según las Etapas del ciclo de Vida de la Empresa: Una Aproximación Empírica”, *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 14, nº 2, pp. 211-227, ISSN: 1135-2523.

Sites Internet consultados:

- www.brisa.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.cimpor.com (consultado em 29/11/2009)
- www.cmvm.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.edp.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.galpenergia.com (consultado em 29/11/2009)
- www.jeronimomartins.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.ren.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.semapa.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.sonae.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.sonae-industria-tafisa.com (consultado em 29/11/2009)
- www.teixeiraduarte.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.telecom.pt (consultado em 29/11/2009)
- www.tvcabo.pt (consultado em 29/11/2009)

Relatórios e Contas:

- Brisa – Auto Estradas de Portugal, S.A. 2004 a 2008
- Cimpor – Cimentos de Portugal, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- EDP – Energias de Portugal, S.A. 2004 a 2008
- Galp Energia, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Jerónimo Martins, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Portugal Telecom, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- REN – Redes Energéticas Nacionais, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Semapa – Sociedade de Investimento e Gestão, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Sonae Industria, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Sonae, SGPS, S.A. 2004 a 2008
- Teixeira Duarte – Engenharia e Construções, S.A. 2004 a 2008
- Zon Multimédia – Serviços de Telecomunicações e Multimédia, SGPS, S.A. 2004 a 2008