

**LIQUIDEZ DE CAIXA E AS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS NO DESEMPENHO DE
MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS**

ALICE CAROLINA AMES

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

RODOLFO VIEIRA NUNES

FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO - FEA

TARCÍSIO PEDRO DA SILVA

UNIVERSIDADE REGIONAL DE BLUMENAU (FURB)

Agradecimento à órgão de fomento:

Universidade Regional de Blumenau/FURB e Universidade de São Paulo/USP

LIQUIDEZ DE CAIXA E AS RESTRIÇÕES FINANCEIRAS NO DESEMPENHO DE MERCADO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

1. INTRODUÇÃO

A partir da discussão que se refere a opção de financiamento por parte das organizações, destaca-se que há uma tendência destas preferirem o financiamento de recursos internos. Entretanto ao optar pelo financiamento interno, as organizações partem da fonte de lucros acumulados, conseqüentemente para dívidas de baixo e alto risco, e pôr fim a emissão de ações (Mohammadi, Kardan & Salehi, 2018). Ainda, há de se destacar que se a organização passa por situação de incerteza, que pode ser mensurada por meio da volatilidade das ações, a liquidez pode apresentar valor mais alto, pela razão de mitigar conflitos entre os interessados (Im, Park & Zhao, 2017).

Deste modo, com a opção por financiamento interno, as organizações se beneficiariam de menores custos que resultariam em mais liquidez de caixa. Logo, observa-se que há uma busca por equilibrar a limitação financeira, a liquidez de caixa e o montante para investimentos, para que não ocorra um aumento de problemas no caixa e aumento nas despesas correntes, que podem acarretar advertências a rentabilidade das organizações (Mohammadi *et al.*, 2018). No que se refere ao desequilíbrio dessas contas, torna-se relevante o estudo do fenômeno de restrições financeiras que as organizações enfrentam, para maior análise e visualização das estratégias adotadas pelas organizações quando passam por situação de incerteza.

Ao se tratar de restrições financeiras, custos na fonte de capital, captação de recursos e a continuidade no investimento denota-se que são fatores interligados, principalmente a liquidez da empresa, o que significa que ao se ter limitações ou indisponíveis, as organizações optam por utilizar reservas de caixa para o financiamento de capital e para cobrir despesas inesperadas (Morellec, Nikolov & Zucchi, 2013). Além disso, empresas financeiramente restritas demonstram um maior valor de liquidez, o que pode ser um fator que demonstra a valorização por parte dos investidores pelo excesso de liquidez de caixa, mesmo que com restrições financeiras (Chan, Lu & Zhang (2013).

Deste modo, ainda de acordo com Chan *et al.* (2013) as organizações que optam pelo financiamento interno e pelo excesso de caixa têm a possibilidade de menor probabilidade de acesso ao mercado de capitais, onde a liquidez pode ser considerada uma fonte que beneficia suas necessidades de investimento tanto no momento como futuramente. Assim, ao se verificar o desempenho de mercado das organizações que encontram-se em restrições financeiras, analisando-se a liquidez de caixa, pode-se destacar que o desempenho pode ser maior, nesse sentido, mas conforme exposto, há de se ressaltar a importância do mercado em que as organizações se situam, o que pode influenciar inclusive no que tange a países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Especificamente, o cenário brasileiro apresenta características como a baixa proteção aos acionistas e credores minoritários, além de uma concentração de propriedade alta, sendo que essas são algumas das características que justificam os altos custos de financiamento externo (Crisóstomo, Iturriaga & González, 2013). Outrossim, quando há restrições em mercado de capitais, há fontes de recursos onerosas, restritas ou ainda não disponíveis, em que as organizações optam pela utilização das reservas de caixa para financiamentos, cobrir despesas de capital ou de perda que podem ocorrer de suas atividades para que se evite o fechamento por ineficiências (Morellec *et al.*, 2013).

Nesse alinhamento, a liquidez de caixa pode trazer benefícios às organizações, no que tange a economia em custos de transação para o levantamento de fundos, evita a liquidação de ativos para sanar inadimplência, e também a disponibilidade das empresas em financiar investimentos por meio de ativos líquidos (Loncan & Caldeira, 2014). Também, ao se preferirem recursos internos, as organizações, no que se refere a liquidez de caixa, busquem o financiamento interno e não recorram à recursos externos sendo que esses últimos podem inclusive serem influenciados pelo ambiente econômico em que as organizações estão inseridas (Mohammadi *et al.*, 2018).

Conseqüentemente, faz-se necessário avaliar o desempenho de mercado das organizações, com o intuito de verificar a situação dessas quanto a lucratividade dos investimentos (Wernke & Lembeck, 2004) em que as organizações podem buscar recursos externos para o financiamento de suas dívidas e atividades. Dado exposto, o presente estudo visa atribuir novos *insights* para explicações das temáticas abordadas e para atribuir conhecimento, têm como questão norteadora de pesquisa: qual influência da liquidez de caixa e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras? Por conseguinte, objetiva verificar influência da liquidez e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras.

Justifica-se assim, a realização do presente estudo, visto as características que podem influenciar no desempenho das organizações, o quanto a liquidez de caixa das organizações e as restrições impactam no desempenho de mercado destas, adicionalmente, o cenário brasileiro devido alta instabilidade no cenário econômico, e pelo fato de apresentar custo de capital superior quando comparado a países desenvolvidos e também por apresentar empresas limitadas ao crédito (Terra, 2003). Ainda, sobre restrições financeiras demonstra-se uma maior concentração de estudos em países desenvolvidos, enquanto países em desenvolvimento não têm recebido tanta atenção no que tange a análise das organizações. (Crisóstomo *et al.*, 2013).

Adicionalmente, destaca-se o auxílio na gestão interna e na ascensão de futuros investidores para a tomada de decisão em relação ao pagamento de dividendos ou emissão de ações, visto as restrições financeiras. Na literatura, tem-se conforme Mohammadi *et al.* (2018) empresas que a liquidez é vista como um dos fatores determinantes para o status da organização e também para futuro, e que, quando há alta liquidez e perspectiva de crescimento, as organizações investem mais internamente na capacidade de crescimento. Visualiza-se assim, a importância em analisar variáveis de liquidez e a situação de limitação das organizações que passam por restrições em uma economia que se apresenta em desenvolvimento, inclusive por avaliar o desempenho dessas.

Verifica-se na literatura, que de acordo com as previsões da *Pecking Order Theory*, que as organizações preferem lucros retidos sobre dívidas ou novas emissões de ações, o que pode estar atrelado a custos específicos de financiamento, e também, que as vantagens fiscais podem ser um fator que fazem com que a dívida seja uma fonte útil de financiamento apenas em organizações que apresentam baixos níveis de endividamento (Crisóstomo *et al.*, 2013). Assim, espera-se que no Brasil as organizações apresentem menos restrições, visto as características do mercado, e por sofrerem oscilações econômicas constantemente devido a fatores macroeconômicos, o que pode avivar a complexidade dos fenômenos estudados, principalmente porque faz uma análise entre os diversos setores localizados na B3, podendo proporcionar novos *insights* no que tange ao desenvolvimento da literatura.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para fundamentar o presente estudo, nesta seção será apresentado primeiramente a literatura a respeito da liquidez de caixa, posteriormente a literatura sobre restrições financeiras,

e por fim aborda-se o desempenho de mercado, bem como estudos relacionados as linhas de pesquisa destacadas, para melhor embasamento teórico do presente estudo.

2.1 Liquidez

No mercado de capitais, destacam-se “atritos” os quais podem estar presentes em custos de captação de recursos, de sobrevivência das organizações e, também, investimentos de suprimento de capital, em que estes, podem depender da liquidez da organização (Morellec *et al.*, 2013). Nessa perspectiva, um fator determinante na liquidez de caixa seria os custos de acesso ao financiamento externo, sendo que empresas com boa classificação de risco de crédito disponham de custos de transação menores ao financiamento da dívida, e menor liquidez (Loncan & Caldeira 2014).

Com embasamento teórico na teoria do *trade-off* tem-se que as empresas definem um nível de liquidez de caixa, por meio de custos e benefícios marginais para manter o caixa, observa-se que com as disponibilidades de caixa, há uma diminuição no custo de captação de recursos externos ou na liquidação de ativos já existentes, em que essa disponibilidade age como uma suavização entre as fontes da empresa e o uso de fundos (Ferreira & Vilela, 2004). Com efeito, a liquidez de caixa deve estar equilibrada com a limitação financeira das organizações e o montante disponível para investimentos, para que não se tenha aumento excessivo no caixa e nas despesas e as organizações continuem rentáveis (Mohammadi *et al.*, 2018).

Na literatura, estudos buscam abordar a relação entre liquidez de caixa das organizações com as restrições financeiras que as empresas possam estar limitadas. Na pesquisa de Korajczyk e Levy (2003) foram destacados os achados que apontados são significativos, de modo que para companhias com limitações de crédito e caixa, as condições macroeconômicas são primordiais. Na mesma linha de abordagem Almeida, Campello e Liu (2006) constataram uma tendência, que em ciclos de crise há um aumento no nível de caixa das organizações.

Outro estudo importante de Campello, Giambona, Graham e Harvey (2011), as evidências apontam que as linhas de crédito atuam com um *buffer* financeiro, com o intuito de suavizar os impactos da crise. Entretanto, para empresas com acesso limitado ao crédito, isso implicaria em uma necessidade de optar por utilizar as reservas de caixa ou o investimento.

Com pesquisa com foco de dificuldade sobre o acesso ao crédito, a pesquisa de Chan *et al.* (2013) apresentou que empresas restritas financeiramente, possuem maior liquidez, o que indica que investidores atenuam a valorização do excesso de liquidez de caixa com as restrições. Já, Im *et al.* (2017) verificaram que quando uma empresa enfrenta algum tipo de incerteza, a mesma opta por deixar o dobro de dinheiro no caixa afirma-se a significativa influência do nível de incerteza nas disponibilidades de caixa. Morellec *et al.* (2017) apontaram que, as disponibilidades de caixa aumentam com a concorrência no mercado e com as restrições de financiamento, e também a influência do aumento no patrimônio das empresas conforme a concorrência.

Ao se analisar o custo de capital para financiamento externo as organizações, tem-se que o cenário brasileiro, por ser destacado como uma economia emergente, quando comparado a países desenvolvidos têm um custo mais alto para o financiamento externo (Terra, 2003). Assim, tanto ao optar por manter a liquidez de caixa, mesmo quando as empresas estão limitadas pelo crédito, tem-se o anseio por analisar a influência desses fenômenos no desempenho de mercado de capitais, inclusive pelo Brasil ter como característica proteção dos acionistas minoritários e credores, e também pela alta concentração de propriedade (Crisóstomo

et al., 2013). Em um estudo recente Nenu e Vintilă (2017) destacaram dois aspectos que chamaram atenção em relação ao nível de caixa nos resultados, demonstra-se uma correlação positiva com o período anterior, e que o nível de caixa não está relacionado com a concentração acionária e nem com os investidores institucionais, não havendo um impacto significativo por parte dessas variáveis.

Entretanto, deve-se considerar que empresas com liquidez de caixa, possam ter optado por esta como um meio de prevenção quanto a incertezas. Mas que, conforme Chan *et al.* (2013) quando empresas que se encontram financeiramente restritas possuem acesso limitado ao mercado de capitais, ou seja, menor probabilidade de estarem inseridas nesse meio, onde então a liquidez de caixa nesse cenário pode ser benéfica para esse tipo de organizações no que se refere ao financiamento de seus próprios investimentos e quanto à necessidade de manutenção de suas atividades. Ademais, nota-se que entre a opção pela liquidez de caixa é verificada principalmente quanto a restrição da organização, e quanto a tomada de decisão de investidores e acionistas nesse tipo de organização.

2.2 Restrições Financeiras

O entendimento sobre restrições financeiras passa por algumas explicações que buscam associar as restrições financeiras com assimetria de informação, *moral hazard*, custo de contratos, custos de transação e excesso de dívida (Hoberg & Maksimovic, 2015). Entretanto, na perspectiva de ambientes em que há uma incerteza política e econômica, tem-se que o mercado de capitais é imperfeito e a estrutura financeira das organizações é marcada por um alto nível de concentração de propriedade e o acesso ao crédito é um fator destaque na escolha da fonte de financiamento (Carvalho, 2012). Sendo assim, observa-se que há uma influência da incerteza no âmbito da organização para que se tome decisões, no sentido em que essa incerteza decorre da possibilidade de haver ou não restrição financeira.

Conforme Portal, Zani e Silva (2012) as organizações são consideradas em restrição financeira quando optam por escolher investimentos em que não possuem fontes internas e externas de financiamento, em que ocorre um sub investimento e diminuição no valor da organização. Assim, conforme Almeida e Campello (2004) destaca-se que entre os padrões de retenção de caixa, se pode verificar a liquidez de caixa, considera-se que podem ocorrer variações nesses padrões ao longo do ciclo de negócios da organização, em que, empresas ao estarem financeiramente restritas aumentam a retenção de caixa.

As restrições financeiras podem impactar em diversos setores dentro das organizações, entretanto, o presente estudo aborda mais especificamente o impacto da liquidez de caixa no desempenho das organizações. No que se refere a custos de financiamento, que possam impactar na restrição financeira das organizações, Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) em seu estudo, inferiram que o impacto das relações de custo entre fontes internas e externas de financiamento não são dependentes somente do valor presente líquido dos investimentos, ou seja, não apenas de quanto as organizações poderão “lucrar” com os investimentos, mas sim, de quanto as organizações têm disponível recursos internos para o financiamento de seus investimentos.

Empresas que possam estar sujeitas as restrições financeiras, podem além de impactar nas escolhas de financiamento e de investimento das organizações, no desempenho dessas no mercado de capitais. Almeida, Campello e Weisbach (2004) apontaram que a sensibilidade do fluxo de caixa de investimento das organizações deve aumentar a tangibilidade das organizações, porém, apenas em empresas financeiramente restritas. De acordo com Bassetto e

Kalatzis (2011) empresas com maior volatilidade e maior caixa são mais sensíveis ao fluxo de caixa dos investimentos e são mais restritas financeiramente, e as organizações buscam manter um caixa alto devido a problemas de liquidez, com o intuito de financiamento futuro em investimentos partindo de recursos internos. Lamont, Polk e Saa-Requejo (2001) apresentaram que empresas financeiramente restritas têm retornos médios mais baixos quando comparados a empresas não restritas, porém não se evidenciou que o desempenho de empresas restritas reflita condições de crédito, política monetária ou ciclos de negócios.

Com efeito, ao se trazer a relação entre a liquidez de caixa e as restrições financeiras que as organizações possam estar limitadas, busca-se verificar o impacto desses fatores no desempenho das organizações que possam estar financeiramente restritas. Conforme Mohammadi *et al.* (2018) quando não há um equilíbrio entre a restrição financeira e o montante de investimentos da organização, pode-se verificar problemas na liquidez e aumento nas despesas correntes, sendo de por conta do financiamento ou custo de oportunidade, onde a rentabilidade da organização poderia ser ameaçada.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com o intuito de verificar influência da liquidez de caixa e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras, por meio das restrições financeiras e de garantias o presente estudo é delineado quanto ao objetivo como uma pesquisa descritiva, configura-se como uma pesquisa documental e abordagem quantitativa do problema, sendo que os dados foram coletados através da base *Thomson Reuters Eikon*.

A população é formada pelas empresas listadas na B3, e a amostra é obtida após exclusão de empresas, além as financeiras, que não possuíam todas as informações para os modelos analisados, totalizando assim 130 empresas classificadas em tercis conforme o nível de restrição. O período de análise correspondeu ao corte longitudinal de 2014 a 2018.

Ainda, o presente estudo busca verificar influência da liquidez e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas listadas na B3, optou-se por utilizar o grau de restrição financeira das organizações. Nessa perspectiva, destaca-se conforme literatura, que não é consolidado na literatura um critério perfeito para enquadrar uma empresa em restrição financeira (Rizov, 2004; Moyen, 2004; Henness, Levy e Whited, 2007 e Maestro, Miguel e Pindado, 2007).

Na literatura acadêmica algumas variáveis são tradicionais no sentido de ter um importância na definição e classificação de organizações restritas ou não. Algumas das mais usuais são duas proxies indiretas (*rating* de crédito e pagamento de dividendos) e três indicadores endógenos (tamanho, idade e alavancagem), ou seja, todas são oriundas de características das organizações. Para os autores Farre-Mensa e Ljungqvist (2016) há uma necessidade de testar se as 5 medidas tradicionais são realmente eficientes para identificar se as organizações são financeiramente restritas.

A pesquisa de Farre-Mensa & Ljungqvist (2016) apresenta resultados que os achados vão em contra a literatura estabelecida, assim nenhuma das 5 medidas utilizadas para categorizar as empresas em situações de restrição financeira, são de fato eficientes para essa mensuração. Sugere-se muito cuidado e atenção na utilização e interpretação das medidas tradicionais endógenas de restrição financeira, pois essas possíveis restrições podem ser diferenças na política de crescimento e financiamento baseadas no ciclo de vida das empresas

Assim, optou-se por então avaliar inicialmente em que grau de restrição as organizações se encontram, através do índice de KZ, o qual foi proposto por de Lamont, Polk e Saá-Requejo (2001) com base nos resultados de Kaplan e Zingales (1997). Vale ressaltar, que esse índice

separa as amostras entre firmas restritas e não restritas, e o presente estudo baseado em Carvalho (2012) preferiu utilizar o critério de distinguir os dois grupos através da divisão em tercís. Para tanto, demonstra-se inicialmente o cálculo do índice KZ sub exposto.

Equação 1

$$KZ_{j,t} = - \left(1.0019 * \frac{FC_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) + (0.2826 * Q_{j,t}) + \left(3.1391 * \frac{D_{j,t}}{CT_{j,t}} \right) - \left(39.3678 * \frac{Div_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) - \left(1.3147 * \frac{Caixa_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right)$$

No modelo da Equação (1), *KZ* representa a restrição financeira da organização, *t* ao ano, *j* a empresa, *K* o ativo imobilizado, *FC* o fluxo de caixa operacional o qual é medido pelo (*Ebit*), e adicionando despesas de depreciação, amortização e exaustão; *Q* é uma estimativa do *Q* de Tobin, calculada por: $\frac{(VM + PT)}{AT}$ em que o *VM* é identificado como o valor de mercado das ações e o *PT* é o Passivo Total e o *AT* o Ativo Total, *D* é referente ao passivo total, *CT* capital total, o que representa o Ativo total; *Div* total de dividendos distribuídos; *Caixa* total de caixa ou equivalentes de caixa.

Assim, após a divisão das organizações conforme o índice KZ, a figura 1 representa a divisão das organizações; conforme o valor de KZ no primeiro tercil são incorporadas as organizações não restritas financeiramente e no terceiro tercil as organizações restritas. Além disso, a classificação das organizações através do valor do índice KZ ainda permite a criação de uma variável dicotômica, sendo 1 (um) para a observação de organização restrita e 0 (zero) caso não restrita.

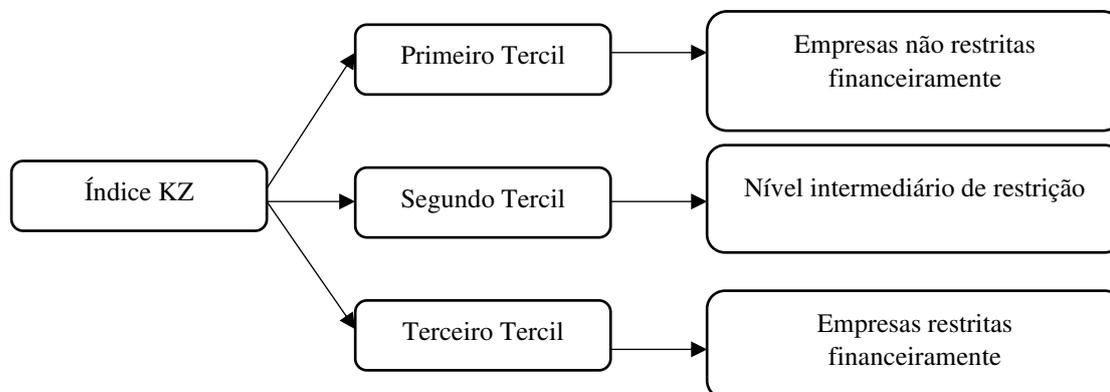


Figura 1 - Agrupamento das organizações conforme restrição financeira.
Fonte: Carvalho (2012)

Com efeito, por meio da classificação das empresas conforme o nível de restrição, o índice KZ aqui utilizado possibilitou a utilização de uma variável binária, com o intuito de classificar as organizações como financeiramente restritas e não. Após a classificação das organizações quanto à restrição financeira, apresenta-se posteriormente para melhor visualização da pesquisa e para melhor explicar a quantidade de organizações em cada classificação, apresenta-se a Tabela 1:

Tabela 1 - População e amostra de pesquisa

Painel A – Delineamento da amostra		
País	População	Empresas

Brasil	495	130
Painel B – Amostra por Tercis conforme Índice KZ		
Tercil	Empresas	%
Primeiro Tercil	43	33,08
Segundo Tercil	43	33,08
Terceiro Tercil	44	33,85
Amostra total	130	100

Fonte: Elaborado pelos autores, 2019.

Desta forma, salienta-se que para o presente estudo foram utilizadas apenas as organizações classificadas no primeiro e terceiro tercil, em que classificavam-se entre organizações financeiramente restritas e não.

Após a divisão das organizações quanto as restrições financeiras, fez-se o uso das variáveis apresentadas no Quadro 1.

Quadro 1 - Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Fórmula ou Descrição	Autores
Variável Dependentes		
Desempenho de Mercado	<i>Market-to-Book</i> (MB)	Kuan <i>et al.</i> , (2012); Crisóstomo <i>et al</i> (2013);
Variáveis Explicativas		
Restrições Financeiras	$KZ_{j,t} = - \left(1.0019 * \frac{FC_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) + (0.2826 * Q_{j,t})$ $+ \left(3.1391 * \frac{D_{j,t}}{CT_{j,t}} \right) -$ $\left(39.3678 * \frac{Div_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) - \left(1.3147 * \frac{Caixa_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right)$	Carvalho (2013)
Liquidez de Caixa	$\frac{Caixa \ e \ investimentos \ de \ curto \ prazo}{Ativo \ Total}$	Mohammadi <i>et al.</i> , (2018)
Variáveis de Controle		
Tamanho da Empresa (TAM)	LN do ativo total	Kuan <i>et al.</i> , (2012)
Alavancagem (ALAV)	$\frac{Passivo \ Total}{Ativo \ Total}$	Kuan <i>et al.</i> , (2012); Morellec <i>et al.</i> , (2013)
Rentabilidade (RENT)	$\frac{Earnings \ Before \ Interest \ and \ Taxes \ (EBIT)}{Ativo \ Total}$	Im <i>et al.</i> , (2017)

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

Após a coleta dos dados, esses foram classificados e tabulados através de planilha eletrônica. Na sequência, para atender ao objetivo do estudo, fez-se o cálculo do índice KZ para classificação das organizações quanto ao nível de restrição. Após, foi realizado o cálculo por meio de regressão linear múltipla, com controle de efeitos fixos para ano e setor, por meio do *Software Stata*, em que foi rodada equação 2. A equação 2 testa a influência da liquidez (LIQ) e das restrições financeiras (RF) no desempenho de mercado das empresas medido pelo *Market-to-Book* (MB). O modelo empírico apresenta-se a seguir:

Equação 2

$$DES_{it} = \beta_0 + \beta_1 RF_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 RENT_{it} + \Sigma EfeitoFixoSetor + \Sigma EfeitoFixoAno + \varepsilon$$

Com o intuito de controlar problemas relacionados a heterocedasticidade, foi realizada regressão OLS, com erros padrões robustos e controle de efeitos fixos de setor e ano. Para classificar as organizações utilizou-se a classificação baseada no Padrão Global de Classificação de Indústria (*Global Industry Classification Standard- GICS*) que consiste em uma variável de controle de efeito fixo, a qual foi coletada na *Thomson Reuters Eikon*. Ademais, realizou-se o teste *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar a multicolinearidade entre as variáveis, e a auto correlação pelo teste *Durbin Watson* destacados nas tabelas dos resultados.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão abordados os resultados referente aos achados. Inicialmente apresenta-se estatística descritiva das variáveis de pesquisa, após, os resultados da regressão linear múltipla (OLS). A análise descritiva é exposta na Tabela 2.

Tabela 2 - Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-Padrão
<i>Market-to-Book</i>	0,0187783	5,205975	0,8954137	0,8091519
Liquidez de Caixa	0,0014741	0,8702986	0,1431867	0,1199114
Tamanho da Empresa	16,06135	25,54019	21,27122	1,725994
Alavancagem	0,0065747	1,201139	0,5576086	0,2046878
Rentabilidade	-0,1370455	-0,1370455	0,0771276	0,0798527
Observações	435			

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

Conforme Tabela 2 o índice de valor percebido que compõem a média do desempenho das organizações se apresenta com alto valor, quando comparada aos extremos de mínimo e máximo que apresentam valores discrepantes. Além disso, se evidencia que a média de liquidez em caixa das organizações não chega a 1, fato que indica conforme postulados de Mohammadi *et al* (2018), há um equilíbrio entre a limitação financeira e o disponível para investimentos, para que não ocorram custos excessivo de caixa e que ainda haja rentabilidade por parte das organizações.

Observou-se através da variável TAM que as organizações em média são organizações de grande porte, que pode indicar inclusive a relação entre a restrição financeira e a variação na retenção de caixa, em que, dependendo do nível de negócios e investimento das organizações, algumas possam optar pela estratégia de aumentar a retenção de caixa ou até mesmo de aumentar, considerando o contexto em que a mesma está inserida e as oportunidades que possam ser benéficas ao desempenho. Ainda, conforme Mohammadi *et al* (2018) a liquidez pode ser vista como um indicativo quanto ao futuro das organizações, em que, quando há perspectiva de crescimento as organizações investem internamente na capacidade de crescimento.

Entretanto, destaca-se a baixa média da rentabilidade das organizações, que pode ser um indicativo para a baixa de investimento dessas, e os valores negativos entre o mínimo e o máximo. Desta forma, evidencia-se que as organizações não são tão alavancadas, não optam tanto pelo financiamento que pode ser justificado pela retenção de caixa, mas que também não apresentam alta rentabilidade para continuar desenvolvendo atividades e investindo, isso pode

estar ligado a ideia de que organizações financeiramente restritas optam pelo sub investimento e uma redução no valor de mercado das organizações (Portal *et al.*, 2012)

Efetou-se a correlação de *Spearman* e *Pearson*. Assim, buscou-se mensurar a intensidade e o sentido da relação entre as variáveis, não uma especificamente uma relação de causa e efeito, mas uma relação de associação entre as variáveis. Os resultados da Correlação de *Spearman* são apresentados no triângulo superior da tabela e da Correlação de *Pearson* é apresentado no triângulo inferior da Tabela 3.

Tabela 3 – Correlação de Spearman e Pearson entre as variáveis

	RF	MB	LIQ	TAM	ALAV	REN
Restrições Financeiras	1	0,249**	0,009	0,030	-0,105*	0,215**
<i>Market-to-Book</i>	0,129***	1	0,229**	-0,101*	-0,400**	0,501**
Liquidez de Caixa	0,002	0,211***	1	-0,142**	0,102*	0,081
Tamanho da Empresa	-0,006	-0,123**	-0,240***	1	0,357**	-0,005
Alavancagem	-0,096**	-0,315***	-0,025	-0,351***	1	0,023
Rentabilidade	0,158***	0,346***	-0,029	0,025	0,013	1

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

** A correlação é significativa no nível 5%.

Fonte: Dados da pesquisa, 2019.

Como observado na Tabela 3 que evidenciou a correlação entre as variáveis, verifica-se que tanto na correlação de *Spearman* como na de *Pearson* existência de relação entre a variável dependente MB, e independentes, sendo a Restrição Financeira e a Liquidez de caixa, além das variáveis de controle que correspondem ao tamanho das organizações, alavancagem e a rentabilidade.

Denota-se que as variáveis independentes, Restrições Financeiras e Liquidez de Caixa se apresentaram estatisticamente significantes ao nível de 1% em relação ao desempenho de mercado. Tratando-se das variáveis de controle, destaca-se que apenas o TAM apresentou correlação significativa ao nível de 5% com a variável dependente, e que as demais apresentaram significância ao nível de 1%. Além disso, observa-se correlação negativa entre Alavancagem e as Restrições financeiras e o desempenho de mercado com o tamanho das organizações. Dito isso, observa-se que a liquidez de caixa das organizações pode estar sendo influenciada pelas estratégias das organizações quanto a retenção de financiamentos.

Em relação aos achados, presume-se em primeira análise que a variável de desempenho de mercado *Market-to-Book* está positivamente relacionada as restrições financeiras e a liquidez de caixa. Entretanto, a Correlação de *Spearman* e *Pearson* apresentam apenas associação entre as variáveis. Logo, para responder à questão de pesquisa, realizou-se análise do modelo de regressão. Os resultados estão apresentados na Tabela 3 que será apresentada na sequência. Assim, a primeira coluna aborda as variáveis independentes e explicativas. No fim da Tabela encontram-se os resultados para o teste do VIF e *Durbin-Watson* para o modelo testado.

Tabela 3 - Restrições Financeiras e Liquidez no Desempenho de Mercado

Variáveis	Variável Dependente: Desempenho de mercado	
	Coefficiente	Estatística <i>t</i>
RF	0,1591552**	1,96
LIQ	1,452546***	3,80
TAM	0,0625397***	3,22
ALAV	-1,136904***	-7,51

RENT	3,208063**	2,56
Efeitos Fixos Setor e Ano	Sim	
R ²	39,37	
Significância do modelo	0,0000***	
VIF	1,18 – 1,51	
DW	2,043872	
N_O	435	
N_E	87	
N_P	1	

Legenda: RF = Restrições Financeiras; LIQ = Liquidez de Caixa; TAM = Tamanho; ALAV= Alavancagem; RENT = Rentabilidade; VIF = *Variance Inflation Factor*; DW = *Durbin-Watson*; N_O = número de observações; N_E = número de empresas; N_P = número de países.

Notas: *significância a nível de 10%; ** 5%; *** 1%

Fonte: Dados da Pesquisa, 2019.

Os resultados evidenciados na Tabela 3 denotam que há uma relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez de caixa com o desempenho de mercado. Nessa perspectiva, os achados contradizem Chan *et al.* (2013), por verificar que no presente estudo, organizações financeiramente restritas apresentam menor liquidez, e que no cenário brasileiro não há uma valorização de prêmio pelo risco por parte dos investidores. Porém, denota-se que organizações que passam por restrições apresentam valor de mercado menor, e conseqüentemente possuem dificuldades no desempenho em mercados de capitais, e nisso optam pelo financiamento interno.

Além disso, Mohammadi *et al.* (2018) corroboram com a perspectiva de que a liquidez é um dos determinantes para o status das organizações, que pode estar inclusive atrelada a continuidade do negócio. Dito isso, verifica-se uma relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez, em linhas gerais, pela justificativa que organizações optem por deixar mais dinheiro armazenado no caixa por conta da restrição e pela influência da concorrência no mercado, onde cita-se o aumento do patrimônio para manutenção das atividades (Morellec *et al.*, 2017). As organizações podem se utilizar do mecanismo de manter mais dinheiro no caixa no intuito de buscar o financiamento por recursos internos, evitando por exemplo altas taxas quanto a empréstimos e por sinalizar a investidores um valor positivo. Entretanto, ao se verificar o estágio de restrição, as organizações podem manter inclusive excessos em estoques, recursos, e isso pode ser uma fonte vista como rendimento futuro, o que pode impactar no aumento do nível de liquidez.

Observa-se que durante um período analisado, as organizações possam variar a liquidez de caixa, dependendo do ciclo de vida, como também do disponível que as organizações tenham para o financiamento de seus investimentos. Assim, conforme Mohammadi *et al.* (2018) quando não há equilíbrio entre a restrição e os investimentos, as organizações apresentam riscos quanto a liquidez, em que, são aumentados custos internos, de oportunidade e despesas, o que conseqüentemente pode afetar negativamente a rentabilidade das organizações, por não conseguirem de certa forma suprir a necessidade pelo capital e em relação a seus investimentos não conseguir um nível de liquidez que possa honrar com seus compromissos.

Entretanto, vale ressaltar que os resultados encontrados possam ter principalmente características peculiares quanto ao cenário analisado. Em que, especificamente no Brasil o investimento das empresas depende da liquidez que essas apresentam, tanto por parte do gerenciamento interno quanto da disponibilidade de crédito, e que verifica-se sensibilidade maior do fluxo de caixa. (Crisóstomo *et al.*, 2013). Nesse alinhamento, conforme Almeida *et*

al. (2004) a sensibilidade do fluxo de caixa das organizações deve aumentar a tangibilidade das organizações, mas apenas em organizações que passam por restrição ao crédito, ou seja, que passam por alguma restrição de financiamento.

Também, na Tabela 3 é possível identificar através do *Durbin-Watson* que a independência dos erros não apresenta correlação entre os resíduos (Marôco, 2011). Na sequência, realizou-se o teste de *Shapiro-Wilks* com o intuito de verificar a normalidade dos dados, que identificou a distribuição dos resíduos não normal, pois houve significância ao nível e 1%. O teste de multicolinearidade (VIF) apresenta que não houve multicolinearidade nos dados analisados no presente estudo, pois não foram observados valores maiores do que 5 para a confirmação de multicolinearidade entre as variáveis analisadas. (Hair Jr., Black, Babin, Anderson & Tatham, 2009).

Em suma, os resultados apontam que o aumento nas restrições e na liquidez de caixa das organizações, aumenta o desempenho destas, mesmo que essas apresentem dificuldade no acesso ao mercado de capitais por estarem passando por restrições. Além disso, o tamanho das organizações também está positivamente e estatisticamente relacionado ao desempenho das organizações, como a rentabilidade. Mas, alavancagem das organizações apresentou relação negativa com o desempenho, fato que pode estar atrelado a ideia de que as organizações optem pelo sub investimento no cenário analisado e quanto a dificuldade em disposição de crédito. Desta forma, o presente estudo expande os resultados sobre a influência de fatores como a restrição e a liquidez de caixa no desempenho de mercado de organizações no cenário brasileiro, e que os achados são consistentes quanto a relação positiva dessas variáveis na relação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou verificar influência da liquidez de caixa e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. Deste modo, foi realizada pesquisa descritiva, com procedimento documental e abordagem quantitativa na análise. Amostra compreendeu um total de 87 empresas, classificadas em empresas financeiramente restritas e não. Para análise, optou-se por utilizar regressão linear múltipla (OLS) com o intuito de analisar a influência de outras variáveis como a restrição e a liquidez de caixa no desempenho das organizações, utilizando variáveis ligadas a características das organizações como controle, também com efeitos fixos de ano e setor.

Os resultados apontaram que há uma relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez de caixa das organizações, que corroboram com os estudos de Almeida *et al.* (2004), Portal *et al.* (2012) Chan *et al.* (2013), Im *et al.* (2017), Morellec *et al.* (2017), o que pode estar atrelado ao fato de que a liquidez por ser um fator analisado por investidores e que aponta para perspectivas futuras da organização, empresas que possuem restrição podem optar por reter caixa o que poderá impactar no seu desempenho. Além disso, por levar em consideração o cenário fiscal do Brasil, empresas que possuem baixos níveis de endividamento, a dívida possa ser uma fonte de financiamento. Bem como, ao se tratar de empresas financeiramente restritas, podem manter níveis mais altos de estoques e recursos, o que pode sinalizar uma melhora nos índices de liquidez. Entretanto, vale ressaltar que o presente estudo analisou um cenário que se caracteriza por uma economia emergente, e que os valores quanto a liquidez de caixa por exemplo, se demonstram menores, mas que explicam a relação positiva com o desempenho de mercado.

A conclusão do estudo é relevante pois este resultado pode estar relacionado a necessidade de as organizações apresentarem liquidez para não perderem oportunidades de

investimento. Sendo que, ao se considerarem esses fatores em conjunto, tem-se que apesar de financeiramente restritas, as organizações possam representar de certa forma uma boa opção de investimento por optarem pelo excesso em caixa do que na disponibilidade para novos investimentos. Dito isso, o mercado, especificamente brasileiro apresenta algumas resistências quanto a organizações em restrição financeira, mas que se há liquidez considerável das mesmas, tem-se um desempenho de mercado positivo.

Mas, observa-se que fatores externos possam influenciar no ambiente analisado, no sentido em que pesquisas já analisam o custo de capital, o impacto dos impostos e a escolha da fonte de financiamento, em que conforme o cenário essa análise pode trazer novos *insights*, principalmente em economias emergentes, por influenciarem no mercado global e consequentemente nos fatores macroeconômicos, que podem impactar no desempenho de mercado. Entretanto, como o presente estudo se baseou em uma economia, fatores internos quanto a política monetária e a regulamentações governamentais possam influenciar nesse mercado que é altamente instável.

O presente estudo tem alguma limitações que podem ser consideradas no desenvolvimento de pesquisas futuras. Como o estudo se baseou em uma economia, seria interessante comparar a influência dos indicadores aqui analisados nas economias distintas, mas com semelhanças quanto a oscilações macroeconômicas. Pesquisa futuras poderiam ainda adicionar fatores macroeconômicos na análise para verificar a influência da oscilação desses na relação, e aumentar o período analisado com o intuito de capturar variâncias nos fatores com o decorrer do tempo. E por fim, outras pesquisas poderiam também aprofundar análise através do uso de moderação quanto a influência de fatores internos na relação estudada.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Almeida, H., Campello, M., & Liu, C. (2006). The financial accelerator: evidence from international housing markets. *Review of Finance*, 10(3), 321-352.
- Bassetto, C. F., & Kalatzis, A. E. (2011). Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1-2), 264-271.
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2011). Liquidity management and corporate investment during a financial crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1944-1979.
- Carvalho, F. L. (2012). *Qualidade das informações contábeis, restrição financeira e decisões de investimento: evidências para a América Latina*. Doctoral Thesis, Escola de Engenharia de São Carlos, University of São Paulo, São Carlos. doi:10.11606/T.18.2012.tde-15052013-100116. Retrieved 2018-12-08, from www.teses.usp.br
- Chan, H. W., Lu, Y., & Zhang, H. F. (2013). The effect of financial constraints, investment policy, product market competition and corporate governance on the value of cash holdings. *Accounting & Finance*, 53(2), 339-366.

- Crisóstomo, V. L., Iturriaga, F. J. L., & González, E. V. (2014). Financial constraints for investment in Brazil. *International Journal of Managerial Finance*, 10(1), 73-92.
- Farre-Mensa, J., & Ljungqvist, A. (2016). Do Measures of Financial Constraints Measure Financial Constraints? *Review of Financial Studies*, 29(2), 271-308.
- Fazzari, S. R., Hubbard, G., & Petersen, B. (1988). Financing constraints and corporate investment. *Brooking Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Hair Jr., J. F., Black, W. C; Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hennessy, C.A., Levy, A. and Whited, T.M. (2007), “Testing Q theory with financing frictions”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 83 No. 3, pp. 691-717.
- Hoberg, G., & Maksimovic, V. (2015). Redefining financial constraints: A text-based analysis. *The Review of Financial Studies*, 28(5), 1312-1352.
- Im, H. J., Park, H., & Zhao, G. (2017). Uncertainty and the value of cash holdings. *Economics Letters*, 155, 43-48.
- Kaplan, S. N., & Zingales, L. (1997). Do investment-cash flow sensitivities provide useful measures of financing constraints?. *The quarterly journal of economics*, 112(1), 169-215.
- Korajczyk, R. A., & Levy, A. (2003). Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. *Journal of Financial Economics*, 68(1), 75-109.
- Kuan, T. H., Li, C. S., & Liu, C. C. (2012). Corporate governance and cash holdings: A quantile regression approach. *International Review of Economics & Finance*, 24, 303-314.
- Lameira, L. D. (2005). Determinantes do nível de liquidez das firmas brasileiras. Master's Thesis, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, Brasil. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/345>
- Lamont, O., Polk, C., & Saaá-Requejo, J. (2001). Financial constraints and stock returns. *The review of financial studies*, 14(2), 529-554.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59.
- Maestro, M.H., De Miguel, A. and Pindado, J. (2007), “Modelo de inversión basado en la ecuación de Euler con límite máximo de endeudamiento: evidencia empírica internacional”, *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, v. 30, pp. 93-128, available at: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/revista?codigo14354>

- Marôco, J. (2011). *Análise Estatística com o SPSS Statistics*. 5. ed. Pero Pinheiro, Report Number.
- Mohammadi, M., Kardan, B., & Salehi, M. (2018). The relationship between cash holdings, investment opportunities and financial constraint with audit fees. *Asian Journal of Accounting Research*, 3(1), 15-27.
- Morellec, E., Nikolov, B., & Zucchi, F. (2014). Competition, cash holdings, and financing decisions. *Swiss Finance Institute Research Paper*, no. 13-72.
- Moyen, N. (2004), “Investment-cash flow sensitivities: constrained versus unconstrained firms”, *The Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.
- Nenu, E. A., & Vintilă, G. (2017). An Analysis Regarding Cash Holdings. Empirical Study on the Bucharest Stock Exchange Listed Firms. *Scientific Annals of Economics and Business*, 64(3), 289-306.
- Portal, M. T., Zani, J., & da Silva, C. E. S. (2012). Fricções financeiras e a substituição entre fundos internos e externos em companhias brasileiras de capital aberto. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(58), 19-32.
- Rizov, M. (2004), “Firm investment in transition: evidence from Romanian manufacturing”, *Economics of Transition*, Vol. 12 No. 4, pp. 721-746.
- Terra, M. C. T. (2003). Credit constraints in Brazilian firms: evidence from panel data. *Revista Brasileira de Economia*, 57(2), 443-464.
- Wernke, R., & Lembeck, M. (2004). Análise de rentabilidade dos segmentos de mercado de empresa distribuidora de mercadorias. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(35), 68-83.