

Liquidez em caixa e as restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras*

Alice Carolina Ames¹

 <https://orcid.org/0000-0002-8287-8831>

E-mail: acames@furb.br

Rodolfo Vieira Nunes^{2,3,4}

 <https://orcid.org/0000-0003-3075-2177>

E-mail: rodolfonunes@usp.br

Tarcísio Pedro da Silva¹

 <https://orcid.org/0000-0002-2370-791X>

E-mail: tarcisio@furb.br

¹ Universidade Regional de Blumenau, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Blumenau, SC, Brasil

² Universidade de São Paulo, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Administração, São Paulo, SP, Brasil

³ Universidade do Estado de Minas Gerais, Fundação de Ensino Superior de Passos, Departamento de Administração, Passos, MG, Brasil

⁴ Universidade Estadual do Maranhão, Departamento de Gestão do Agronegócio, Presidente Dutra, MA, Brasil

Recebido em 18.01.2021 – *Desk* aceite em 27.01.2021 – 4ª versão aprovada em 10.12.2021

Editor-Chefe: Fábio Frezatti

Editora Associada: Fernanda Finotti Cordeiro

RESUMO

O objetivo deste artigo foi verificar a influência da liquidez em caixa e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras. Conforme a Teoria do *Pecking Order* as organizações optam por lucros retidos sobre as dívidas ou por novas emissões de ações, o que pode estar atrelado a custos específicos. Entretanto, a Teoria do *Trade-Off* destaca que os impostos têm a proposição de que a política financeira e a dívida podem ser relevantes ao valor da empresa. Assim, esse estudo visa atribuir novos *insights* para essas temáticas e conhecimento para a investigação da liquidez em caixa e para as restrições financeiras no desempenho. A liquidez em caixa das organizações e as restrições financeiras são fenômenos importantes para o desempenho, haja vista que, no presente estudo, houve aumento no desempenho. Com os resultados, sugere-se que as organizações optem pelo subinvestimento no cenário e pela dificuldade em disposição de crédito. Dessa forma, fica evidente a necessidade de as organizações apresentarem liquidez para não perderem oportunidades de investimento. Apesar de financeiramente restritas, as organizações representam, de certa forma, uma boa opção de investimento, por preferirem o excesso em caixa à disponibilidade para novos investimentos. A população deste estudo é formada pelas empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. O período de análise correspondeu os anos de 2014 a 2018, sendo realizado cálculo do índice KZ para classificação das organizações quanto ao nível de restrição. Após, ocorreu o cálculo por meio de regressão linear múltipla, com controle de efeitos fixos para ano e setor. Há necessidade de as organizações apresentarem liquidez para atraírem novos investidores. Entretanto, empresas que se encontram financeiramente restritas também podem representar uma boa opção de investimento se optarem pelo excesso em caixa. No mercado, existem algumas resistências quanto a organizações financeiramente restritas, mas nessas pode haver liquidez considerável.

Palavras-chave: liquidez em caixa, restrições financeiras, desempenho de mercado, mercado acionário brasileiro.

Endereço para correspondência

Alice Carolina Ames

Universidade Regional de Blumenau, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

Rua Antônio da Veiga, 140 – CEP 89030-930

Victor Konder – Blumenau – SC – Brasil

*Trabalho apresentado no XXIII SemeAd, novembro de 2020.



1. INTRODUÇÃO

A partir da discussão que se refere à opção de financiamento por parte das organizações, destaca-se a tendência dessas decidirem pelo financiamento de recursos internos. Entretanto, ao optarem pelo financiamento interno, as organizações partem da fonte de lucros acumulados, conseqüentemente, para dívidas de baixo e alto risco, a fim de pôr fim à emissão de ações (Mohammadi et al., 2018). Nesse alinhamento, a liquidez em caixa da organização pode sofrer impactos advindos dessa opção de financiamento. 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 em caixa pode apresentar valor mais alto por mitigar conflitos entre os interessados (Im et al., 2017).

No entanto, nessa busca por equilibrar a limitação financeira, a liquidez em caixa e o montante para os investimentos, é possível que ocorra um aumento de problemas no caixa e nas despesas correntes que podem acarretar advertências à rentabilidade das organizações (Mohammadi et al., 2018). Quanto a essas advertências, tem-se o desequilíbrio das contas, o que torna relevante a análise da liquidez e das restrições para maior análise e melhor visualização das estratégias adotadas pelas organizações.

Assim, quanto ao fenômeno de restrições financeiras, percebe-se que tanto os custos na fonte de capital quanto a captação de recursos e a continuidade no investimento são fatores interligados, principalmente a liquidez em caixa da empresa, o que significa que, ao se ter limitações ou indisponibilidades, as organizações optam por utilizar reservas de caixa para o financiamento de capital e para cobrir despesas inesperadas (Morellec et al., 2014). Além disso, empresas financeiramente restritas demonstram maior valor de liquidez em caixa, o que pode ser um fator que demonstra a valorização por parte dos investidores, mesmo com restrições financeiras (Chan et al., 2013).

Desse modo, ainda de acordo com Chan et al. (2013), as organizações que optam pelo financiamento interno e pelo excesso de caixa têm menos probabilidade de acesso ao mercado de capitais, uma vez que a liquidez em caixa pode ser considerada uma fonte que beneficia as necessidades de investimento, tanto no momento, como futuramente. Assim, ao se verificar o desempenho de mercado das organizações que se encontram em restrições financeiras e analisar a liquidez em caixa, pode-se destacar que o desempenho seja maior ou que os preceitos da Teoria do *Trade-Off* tenham um aumento no valor da empresa pelo uso da dívida (Modigliani & Miller, 1963).

Especificamente, o cenário brasileiro apresenta características como a baixa proteção aos acionistas e aos credores minoritários, além da concentração de propriedade alta, sendo que essas são algumas das características que justificam os altos custos de financiamento externo (Crisóstomo et al., 2014). Quanto a isso, Pinkowitz et al. (2006) apontam que a proteção aos acionistas apresenta dois componentes importantes: os direitos legais atrelados ao que os investidores recebem e o componente de execução que se refere a até que ponto esses limites são aplicados e devidamente respeitados. Ainda conforme os autores supramencionados, os efeitos relativos ao incentivo da propriedade de caixa de direitos apresentam-se com mais intensidade em países com baixa proteção, ou seja, a limitação entre a propriedade de caixa de direito e de controle é mais forte em países com pouca proteção ao investidor.

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., 2014). Nesse alinhamento, a liquidez em caixa pode trazer benefícios às organizações no que tange à economia em custos de transação para o levantamento de fundos, evitar a liquidação de ativos para sanar inadimplência e, também, e à disponibilidade das empresas em financiar investimentos por meio de ativos líquidos (Loncan & Caldeira, 2014).

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

Justifica-se, assim, a realização do presente estudo, visto as características que podem influenciar o desempenho

quanto à liquidez em caixa e às restrições que impactam o desempenho de mercado, devido à alta instabilidade do cenário brasileiro no contexto econômico, ao fato de apresentar custo de capital superior ao ser comparado com os países desenvolvidos e, também, por apresentar empresas limitadas ao crédito (Terra, 2003). Ainda sobre restrições financeiras, demonstra-se maior concentração de estudos em países desenvolvidos, enquanto aqueles em desenvolvimento não têm recebido tanta atenção no que tange à análise das organizações (Crisóstomo et al., 2014).

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

economia que se apresenta em desenvolvimento, até mesmo por avaliar o desempenho dessas.

Verifica-se na literatura, de acordo com as previsões da Teoria de *Pecking Order*, 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 faz com que a dívida seja uma fonte útil de financiamento apenas em organizações que apresentam baixos níveis de endividamento (Crisóstomo et al., 2014). Em contrapartida, a Teoria de *Trade-Off* insere os impostos sobre as sociedades com intuito de que a política financeira e a dívida possam ser relevantes ao valor da empresa (Iona et al., 2020). Dessa forma, levando em consideração a análise dessas duas teorias e os fenômenos estudados, espera-se que, no Brasil, as organizações apresentem menos restrições, tendo em vista as características do mercado e o fato de as oscilações econômicas sofrerem constantemente com os fatores macroeconômicos, o que pode avivar a complexidade dos fenômenos estudados, além da fraca proteção ao investidor; por representarem acionistas externos, não recebem o valor total relativo aos ativos líquidos próprios da empresa (Pinkowitz et al., 2006).

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Teoria de *Trade-Off* e Teoria de *Pecking Order*

Dois caminhos teóricos tradicionais competem sobre as explicações relacionadas às decisões acerca da estrutura de capital nas organizações, sendo eles: *trade-off* e *pecking order*. Os inúmeros estudos dos autores clássicos a respeito de finanças apontam que as explicações das teorias são tidas como contrárias e divergentes em diferentes pontos básicos (Henrique et al., 2018). Assim, tem-se que a teoria do *trade-off* se constrói nos aspectos das economias fiscais conectadas com a utilização de dívidas e aos custos de falência decorrentes do endividamento. Já a teoria *pecking order* está pautada na ordenação de uma predileção relacionada aos recursos internos e externos das empresas, motivada pela assimetria de informações (Nakamura et al., 2007).

2.1.1 Teoria de *trade-off*

A premissa básica do conceito está na sustentação de que há uma estrutura ótima de capital (relação entre capital próprio e de terceiros) que possibilita a otimização do valor da companhia. Seguindo a teoria, na visão de Bastos e Nakamura (2009), as organizações almejam um ponto ótimo de endividamento, ponderando o aspecto do benefício fiscal e dos custos financeiros.

O estudo de Myers (1984) foi pioneiro na análise do *trade-off* e os resultados evidenciaram que quanto maior for o crescimento do endividamento da companhia, maior será o benefício fiscal, uma vez que aumenta o valor da empresa. Isso é possível, pois o benefício que se obtém por meio da dívida é tributário, de modo que as despesas de tais juros são dedutíveis dos impostos. Apesar de todas as pesquisas empíricas e do embasamento teórico, ainda não há consenso em relação aos determinantes da estrutura de capital ótima suportado pela teoria *trade-off* (Henrique et al., 2018).

Com relação ao tema caixa, o *trade-off* destaca que as companhias optam por um padrão ideal de liquidez em caixa com intuito de maximizar o valor para a organização (Artica et al., 2019). Essa característica da situação se confirma ancorada em dois motivos que demandam liquidez em caixa: transação e precaução.

O motivo de transação se correlaciona com a necessidade de caixa para as transações comerciais correntes das instituições. Nesse sentido, as empresas usarão o caixa para reduzir o nível de alavancagem; se o endividamento for restritivo, essa situação pode resultar em uma relação negativa entre caixa e alavancagem (Almeida & Campello, 2007; Bates et al., 2009; Miller & Orr, 1966). O segundo motivo, a precaução, abrange a

segurança quanto ao caixa futuro, dada certa quantidade de recursos totais. Assim, é possível observar que quanto maior a volatilidade do fluxo de caixa, maiores são os riscos que podem causar um aumento na retenção de caixa (Han & Qiu, 2007; Kim et al., 1998).

2.1.2 Teoria de *pecking order*

Essa outra teoria que engloba a temática sobre estrutura de capital formula a hipótese na qual as companhias não objetivam lograr um nível ideal de caixa; de maneira oposta, o caixa oscila como resultante dos recebimentos e dos pagamentos financeiros. Para Myers (1984), todo o arcabouço teórico parte do princípio de que existe assimetria de informação no mercado (mercados imperfeitos) e que, de modo geral, os gestores das organizações têm melhores informações sobre as condições das empresas se comparados aos investidores.

Assim, no entendimento de Nakamura et al. (2007), uma premissa básica seria mitigar os custos de assimetria, utilizando a ordem hierárquica de recursos para financiar os investimentos, já que a necessidade de liquidez em caixa é considerada resultante das assimetrias no mercado. Dessa forma, as organizações passam a utilizar as fontes de financiamento para atender à demanda de caixa, seguindo a seguinte ordem: lucros acumulados, dívida segura, dívida de risco e emissão de ações (Artica et al., 2019).

Essa hierarquia sobre as fontes de financiamento por parte das companhias está subsidiada pelo aspecto de que as fontes internas de recursos não têm custos de transação. Além disso, a emissão de novas dívidas sinaliza aos investidores elementos positivos sobre a organização. Entretanto, a emissão de novas ações sinaliza para o mercado uma informação negativa por parte da empresa (Nakamura et al., 2007).

Em síntese, na *pecking order*, não há um ponto ótimo de endividamento, ou seja, não deve haver uma estrutura de capital alvo (Henrique et al., 2018). Contudo para existir o endividamento, é necessário que haja assimetria de informação em relação ao mercado e aos projetos de investimento por parte das empresas. E, por fim, a hierarquia da necessidade de liquidez em caixa deve levar em conta os custos das fontes de financiamento (Campos & Nakamura, 2015).

2.2 Liquidez em Caixa

No mercado de capitais, destacam-se “atritos” os quais podem estar presentes em custos de captação de recursos, de sobrevivência das organizações e, também, de investimentos de suprimento de capital, em que esses dependem da liquidez em caixa da organização (Morellec et al., 2014). Nessa perspectiva, um fator determinante na

liquidez em caixa são os custos de acesso ao financiamento externo, tendo em vista que as empresas com boa classificação de risco de crédito dispõem de custos de transação menores ao financiamento da dívida e menor liquidez em caixa (Loncan & Caldeira, 2014).

Com embasamento teórico na teoria do *trade-off*, tem-se que as empresas definem um nível de liquidez em caixa. Por meio de custos e benefícios marginais para manter o caixa, observa-se que, com as disponibilidades de caixa, há 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 em 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, a fim de que as organizações continuem rentáveis (Mohammadi et al., 2018).

Na literatura, estudos buscam abordar a relação entre liquidez em caixa das organizações com as restrições financeiras que as empresas possam estar limitadas. Na pesquisa de Korajczyk e Levy (2003), salientaram-se achados significativos de modo que, para companhias com limitações de crédito e caixa, as condições macroeconômicas são primordiais. Na mesma linha de abordagem, Almeida et al. (2006) constataram que em ciclos de crise há aumento no nível de caixa das organizações.

Em estudo importante de Campello et al. (2011), as evidências apontam que as linhas de crédito atuam com um *buffer* financeiro, com intuito de suavizar os impactos da crise. Entretanto, para empresas com acesso limitado ao crédito, isso implicaria a necessidade de se optar por utilizar as reservas de caixa ou o investimento.

Com pesquisa com foco na dificuldade sobre o acesso ao crédito, a de Chan et al. (2013) apresentou que empresas restritas financeiramente têm mais liquidez em caixa, o que indica que investidores atenuam a valorização do excesso de liquidez em caixa com as restrições. Já Im et al. (2017) verificaram que, quando uma empresa enfrenta algum tipo de incerteza, opta por deixar o dobro de dinheiro no caixa. Dessa forma, afirma-se a significativa influência do nível de incerteza nas disponibilidades de caixa. Morellec et al. (2014) apontaram que as disponibilidades de caixa aumentam com a concorrência no mercado e com as restrições de financiamento, bem como aumenta a influência no patrimônio das empresas conforme a concorrência.

O estudo de Artica et al. (2019), focado em empresas latino-americanas, ou seja, em países emergentes, evidencia que os determinantes da liquidez em caixa para organizações

em países em desenvolvimento são impactados por elementos e indicadores macroeconômicos. Esses achados são coerentes com uma premissa da Teoria de *Trade-Off*, a qual mostra que mesmo para economias desenvolvidas, ou em desenvolvimento, as oscilações macroeconômicas influenciam a demanda das organizações por caixa nos países desenvolvidos (Baum et al., 2006; Demir, 2009).

Ao se analisar o custo de capital para o financiamento externo, as organizações que fazem parte do cenário brasileiro, por ser destacado como economia emergente, quando comparadas a países desenvolvidos, apresentam custo mais alto para o financiamento externo (Terra, 2003). Por isso, presume-se que quanto maior a liquidez em caixa, maior o desempenho das organizações. Diante do exposto, formula-se a primeira hipótese:

H₁: a liquidez em caixa influencia positivamente o desempenho de mercado das empresas brasileiras.

Assim, entende-se que, ao optar por manter a liquidez em 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, até mesmo pelo fato de o Brasil ter como característica a baixa proteção aos acionistas minoritários e credores, bem como pela alta concentração de propriedade (Crisóstomo et al., 2014).

2.3 Restrições Financeiras

O entendimento sobre restrições financeiras passa por algumas explicações que buscam associar as restrições financeiras à assimetria de informação, ao *moral hazard*, ao custo de contratos, aos custos de transação e ao excesso de dívida (Hoberg & Maksimovic, 2015). Entretanto, na perspectiva de ambientes em que haja incerteza política e econômica, tendo em vista que o mercado de capitais é imperfeito e a estrutura financeira das organizações é marcada por um alto nível de concentração de propriedade, o acesso ao crédito é um fator de destaque na escolha da fonte de financiamento (Carvalho & Kalatzis, 2018). Sendo assim, observa-se uma influência da incerteza no âmbito da organização para que se tome decisões, no sentido de que essa incerteza decorre da possibilidade de haver ou não restrição financeira.

De acordo com Portal et al. (2012), as organizações são consideradas em restrição financeira quando optam por escolher investimentos que não têm fontes internas e externas de financiamento, ou seja, aqueles em que ocorre um subinvestimento e uma diminuição no valor da organização. Assim, Almeida et al. (2004) destacam que entre os padrões de retenção de caixa se verifica a liquidez

em caixa, considerando-se que ocorrem 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 diversos setores das organizações, no entanto, o presente estudo aborda mais especificamente o impacto da liquidez em caixa quanto ao seu desempenho. No que se refere a custos de financiamento, que impactam a restrição financeira das organizações, Fazzari et al. (1988), em seu estudo, inferiram que o impacto das relações de custo entre fontes internas e externas de financiamento não é dependente somente do valor presente líquido dos investimentos, ou seja, não apenas de quanto poderão “lucrar” com os investimentos, mas de quanto essas organizações têm disponível acerca dos recursos internos para financiá-los.

Empresas sujeitas a restrições financeiras podem impactar as escolhas de financiamento e de investimento das organizações, bem como o desempenho dessas no mercado de capitais. Almeida et al. (2004) indicam que a sensibilidade do fluxo de caixa de investimento das organizações deve aumentar sua tangibilidade, porém apenas em empresas financeiramente restritas. De acordo com Bassetto e Kalatzis (2011), empresas com mais volatilidade e maior caixa são mais sensíveis ao fluxo aos investimentos, porém mais restritas financeiramente. Porém, se as organizações buscam manter um caixa alto devido a problemas de liquidez, com intuito de financiamento futuro em investimentos, partem de recursos internos.

Lamont et al. (2001) relataram que empresas financeiramente restritas têm retornos médios mais baixos quando comparados a empresas não restritas. Contudo, não se evidenciou que o desempenho de empresas restritas reflita condições de crédito, política monetária ou ciclos de negócios. Desse modo, espera-se um impacto da restrição financeira no desempenho de mercado das empresas. Assim, formula-se a segunda hipótese:

H₂: a restrição financeira tende a impactar positivamente o desempenho de mercado das empresas brasileiras.

Entretanto, é importante destacar que as empresas possam ter optado pela liquidez em caixa como meio de prevenção quanto às incertezas, e esse fator pode explicar as diferenças entre o impacto da restrição no desempenho, mais especificamente as estratégias de negócios das empresas. Sobre as estratégias de negócios, conforme Cappa et al. (2019), trata-se de uma característica organizacional em que as empresas são definidas conforme as práticas realizadas para alcançar os principais objetivos da organização.

Em contrapartida, conforme Chan et al. (2013), empresas que se encontram financeiramente restritas têm acesso limitado ao mercado de capitais, ou seja, menor probabilidade de estarem inseridas nesse meio, em que a liquidez em caixa pode ser benéfica para esse tipo de organização quanto ao financiamento de seus próprios investimentos e à necessidade de manutenção de suas atividades. Ademais, nota-se que a opção pela liquidez em caixa é verificada principalmente quanto à restrição da organização e à tomada de decisão de investidores e de acionistas nesse tipo de organização.

3. MÉTODO DA PESQUISA

Com intuito de verificar a influência da liquidez em caixa e das restrições financeiras quanto ao desempenho de mercado das empresas brasileiras mediante restrições financeiras e de garantias, apresenta-se uma pesquisa descritiva, configurando-se em pesquisa documental de abordagem quantitativa acerca do problema, tendo em vista que os dados foram coletados por meio da base de dados Refinitiv.

A população é formada pelas empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3). A amostra é obtida após exclusão de empresas, além das financeiras, que não tinham todas as informações para os modelos analisados, totalizando, assim, 130 empresas classificadas em tercís, conforme o nível de restrição. O período de análise correspondeu ao corte longitudinal de 2014 a 2018.

O presente estudo busca verificar a influência da liquidez em caixa e nas restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas listadas na B3. Optou-se por utilizar o grau de restrição financeira das organizações, mesmo que não seja consolidado na literatura um critério perfeito para enquadrar uma empresa em restrição financeira (Henness et al., 2007; Maestro et al., 2007; Moyen, 2004; Rizov, 2004).

Na literatura acadêmica, algumas variáveis são tradicionais no sentido de ter importância na definição e na 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, oriundos de características das organizações. Para Farre-Mensa e Ljungqvist (2016), há necessidade de testar se as cinco medidas tradicionais são realmente eficientes para identificar se as organizações são financeiramente restritas.

A pesquisa de Farre-Mensa e Ljungqvist (2016) apresenta resultados que vão de encontro à literatura estabelecida, assim, nenhuma das cinco medidas empregadas 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 na interpretação das medidas tradicionais endógenas de restrição financeira, pois essas possíveis restrições podem representar diferenças na política de crescimento e no financiamento baseados no ciclo de vida das empresas.

Assim, optou-se por avaliar inicialmente em que grau de restrição as organizações se encontram, por meio do índice de KZ, o qual foi proposto por de Lamont et al. (2001), com base nos resultados de Kaplan e Zingales (1997). Quanto a esse índice, vale ressaltar que separa as amostras entre firmas restritas e não restritas. Além disso, o presente estudo fundamenta-se em Carvalho e Kalatzis (2018), que utilizaram o modelo supramencionado e distingue os dois grupos pela divisão em tercís. Para tanto, demonstra-se, inicialmente, o cálculo do índice KZ subexposto.

$$KZ_{j,t} = - \left(1,0019 * \frac{FC_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) + \left(0,2826 * Q_{j,t} \right) + \left(3,1391 * \frac{D_{j,t}}{CT_{j,t}} \right) - \left(39,3678 * \frac{Div_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) - \left(1,3147 * \frac{Caixa_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right)$$

1

No modelo da equação 1, KZ representa a restrição financeira da organização, t o ano, j a empresa, K o ativo imobilizado, FC o fluxo de caixa operacional medido pelo ($Ebit$), adicionando despesas de depreciação, amortização e exaustão ($Ebitda$), 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, o PT é o passivo total e o

AT é o ativo total, D é referente ao passivo total, CT é o capital total, o que representa o ativo total, Div é o total de dividendos distribuídos, $Caixa$ é o total de caixa ou equivalentes de caixa.

Assim, após a divisão das organizações e conforme o índice KZ, a Figura 1 representa a divisão das organizações. No primeiro tercil são incorporadas as organizações não

restritas financeiramente e no terceiro tercil as organizações restritas, separadas por ano, seguindo o modelo de Lamont et al. (2001). Além disso, a classificação das organizações

por meio do valor do índice KZ ainda permite a criação de uma variável dicotômica, referindo-se a 1 para a observação de organização restrita e 0, caso não restrita.

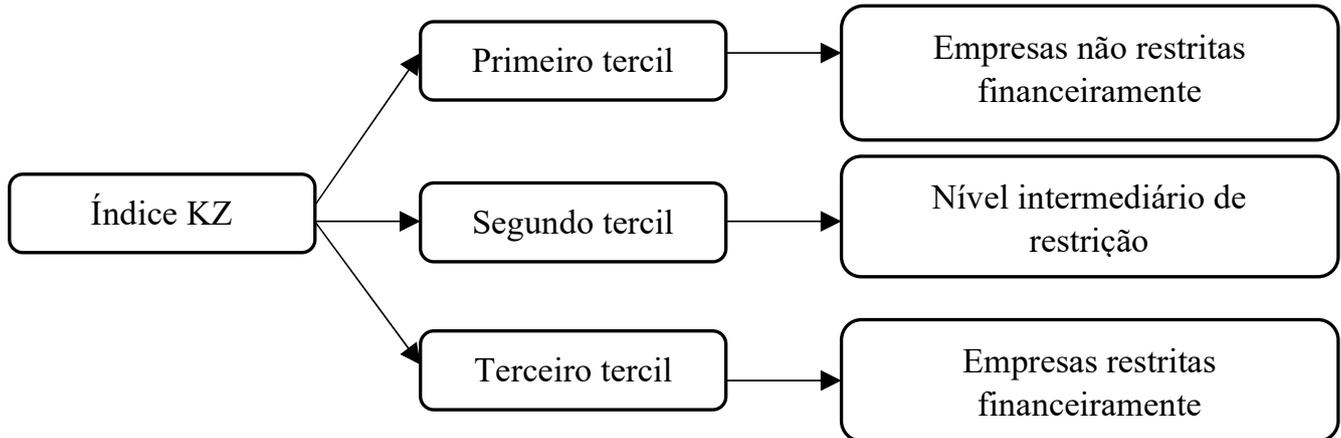


Figura 1 Agrupamento das organizações conforme restrição financeira

Fonte: Carvalho e Kalatzis (2018).

Com efeito, por meio da classificação das empresas conforme o nível de restrição, o índice KZ, aqui utilizado, possibilitou o emprego de uma variável binária, com intuito de classificar as organizações como financeira-mente restritas

e não restritas. 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, 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	Intervalo intraquantílico
Primeiro	43	de -196392692,87 a 3,35
Segundo	43	
Terceiro	44	
Amostra total	130	

Fonte: Elaborada pelos autores.

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

Após a divisão das organizações quanto às restrições financeiras, fez-se uso das variáveis apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2
Variáveis utilizadas no estudo

Variável	Fórmula ou descrição	Autores
Dependentes		
Desempenho de mercado	Market-to-book (MTB)	Kuan et al. (2012), Crisóstomo et al. (2014)
Explicativas		
Restrições financeiras (RF)	$KZ_{j,t} = - \left(1,0019 * \frac{FC_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) + \left(0,2826 * Q_{j,t} \right) + \left(3,1391 * \frac{D_{j,t}}{CT_{j,t}} \right) - \left(39,3678 * \frac{Div_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right) - \left(1,3147 * \frac{Caixa_{j,t}}{K_{j,t-1}} \right)$	Carvalho e Kalatzis (2018)
Liquidez em caixa (LIQ)	$\frac{Caixa e investimentos de curto prazo}{Ativo Total}$	Mohammadi et al. (2018)
De controle		
Tamanho da empresa (TAM)	LN do ativo total	Kuan et al. (2012)
Alavancagem (ALAV)	$\frac{Passivo Total}{Ativo Total}$	Kuan et al. (2012), Morellec et al. (2014)
Rentabilidade (RENT)	$\frac{Earnings Before Interest and Taxes (EBIT)}{Ativo Total}$	Im et al. (2017)

Fonte: Elaborada pelos autores.

Após a coleta, os dados foram classificados e tabulados por meio 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. Em seguida, realizou-se 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 em caixa (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.

$$DES_{it} = \beta_0 + \beta_1 RF_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CE_{it} + \beta_5 TANG_{it} + \beta_6 RENT_{it} + \Sigma EfeitoFixoSetor + \Sigma EfeitoFixoAno + \varepsilon \quad 2$$

Com intuito de controlar problemas relacionados à heterocedasticidade, foi realizada regressão OLS (*ordinary least squares*) 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 coletada na Thomson Reuters Eikon. Ademais, realizou-se o teste *variance inflation factor* (VIF) para verificar a multicolinearidade entre as variáveis e a autocorrelação pelo teste Durbin Watson, ambos destacados nas tabelas dos resultados.

3.1 Testes Adicionais

Como teste adicional, este estudo apoiou-se na premissa, conforme Mohammadi et al. (2018), de que, com o intuito de equilibrar a limitação financeira, a liquidez

em caixa e, também, o montante de investimentos, as organizações podem sofrer com problemas no caixa e com o aumento nas despesas, o que consequentemente afetará a rentabilidade a longo prazo. Além disso, por meio da Teoria de *Trade-Off*, as organizações buscam um ponto ótimo de endividamento para ponderar o aspecto de benefício fiscal e dos custos financeiros (Bastos & Nakamura, 2009). Também, conforme Artica et al. (2019), as organizações podem optar por um padrão de liquidez em caixa com intuito de aumentar o valor da organização.

Em contrapartida, a Teoria do *Pecking Order* denota que não deve haver um ponto ótimo de endividamento (Henrique et al. 2018), mas que esse seja necessário para que se tenha assimetria de informação quanto à relação de mercado e aos projetos de investimentos por parte da empresa. Com efeito, ao se trazer a relação entre a liquidez em 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 equilíbrio entre a restrição financeira e o montante de investimentos da organização, podem-se verificar problemas na liquidez em caixa e no aumento nas

despesas correntes, devido ao financiamento ou acerca do custo de oportunidade, em que a rentabilidade da organização poderia ser ameaçada. Dessa maneira, como teste adicional, destaca-se a equação 3, que operacionaliza a interação entre os fenômenos de liquidez em caixa e a restrição financeira no desempenho de mercado.

$$DES_{it} = \beta_0 + \beta_1 RF_{it} + \beta_2 LIQ_{it} + \beta_3 (RF_{it} * LIQ_{it}) + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 CE_{it} + \beta_6 TANG_{it} + \beta_7 RENT_{it} + \Sigma EfeitoFixoSetor + \Sigma EfeitoFixoAno + \varepsilon \quad 3$$

Ressalta-se que a equação 3 busca evidenciar a interação entre os fenômenos estudados, bem como a liquidez em caixa e a restrição financeira. Além disso, essa análise é adicional, por se partir do pressuposto de que possa haver um efeito

conjunto das variáveis supramencionadas sobre o desempenho de mercado. Entretanto, esse não é o foco do presente estudo, mas um avanço à análise, apenas levando em consideração os efeitos posteriores à análise principal desse estudo.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão abordados os resultados referentes aos achados. Inicialmente, apresentam-se a estatística descritiva das variáveis de pesquisa e os resultados da regressão linear múltipla (OLS). A análise descritiva é exposta na Tabela 3.

Tabela 3

Estatística descritiva das variáveis

Variáveis	Mínimo	Máximo	Média	Mediana	Desvio-padrão
Market-to-book	0,0187783	5,205975	0,8954137	0,6246436	0,8091519
Liquidez em caixa	0,0014741	0,8702986	0,1431867	0,1090276	0,1199114
Tamanho da empresa	16,06135	25,54019	21,27122	21,37020	1,725994
Alavancagem	0,0065747	1,201139	0,5576086	0,5708610	0,2046878
Rentabilidade	-0,1370455	-0,1370455	0,0771276	0,07020115	0,0798527
Observações: 435					

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme Tabela 3, o índice de valor percebido que compõe a média do desempenho das organizações se apresenta com alto valor quando comparado aos extremos de mínimo e máximo que apresentam valores discrepantes. Além disso, evidencia-se que a média de liquidez em caixa das organizações não chega a 1, fato que indica, conforme postulados de Mohammadi et al. (2018), que há um equilíbrio entre a limitação financeira e o disponível para investimentos, para que não ocorram custos excessivos de caixa e que, ainda, haja rentabilidade por parte das organizações.

Observou-se, por meio da variável TAM, que as organizações são, em média, de grande porte, o que pode indicar, até mesmo, a relação entre a restrição financeira e a variação na retenção de caixa. Dependendo do nível de negócios e de investimento das organizações, algumas podem optar pela estratégia de aumentar a retenção de caixa, considerando o contexto em que essa está

inserida e as oportunidades que possam ser benéficas ao desempenho. Ainda, conforme Mohammadi et al. (2018), a liquidez em caixa pode ser vista como indicativo quanto ao futuro das organizações, pois se houver perspectiva de crescimento, as organizações investem internamente na capacidade de crescimento.

Entretanto, ressalta-se a baixa média da rentabilidade das organizações, o que pode ser indicativo para a baixa de investimento dessas e os valores negativos entre o mínimo e o máximo. Dessa forma, evidencia-se que as organizações não são tão alavancadas, não optam tanto pelo financiamento, o 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 à ideia de que as organizações financeiramente restritas optam pelo subinvestimento e pela redução no seu valor de mercado (Portal et al., 2012).

Elaboraram-se as correlações de Spearman e Pearson, buscando mensurar a intensidade e o sentido da relação entre as variáveis, não especificamente a relação de causa e efeito, mas a relação de associação entre as variáveis. Na Tabela 4, os resultados da correlação de Spearman são apresentados no triângulo superior e os da correlação de Pearson triângulo inferior.

Tabela 4
Correlações de Spearman e Pearson entre as variáveis

	RF	MB	LIQ	TAM	ALAV	REN
Restrição financeira (RF)	1	0,249**	0,009	0,030	-0,105*	0,215**
Market-to-book (MB)	0,129***	1	0,229**	-0,101*	-0,400**	0,501**
Liquidez em caixa (LIQ)	0,002	0,211***	1	-0,142**	0,102*	0,081
Tamanho da empresa (TAM)	-0,006	-0,123**	-0,240***	1	0,357**	-0,005
Alavancagem (ALAV)	-0,096**	-0,315***	-0,025	-0,351***	1	0,023
Rentabilidade (REN)	0,158***	0,346***	-0,029	0,025	0,013	1

***, ** = correlação significativa a 1 e 5%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como observado na Tabela 4, evidenciou-se a correlação entre as variáveis. Verifica-se que tanto na correlação de Spearman como na de Pearson, há relação entre a variável dependente MB e a independente, sendo a restrição financeira e a liquidez em caixa, além das variáveis de controle, que correspondem ao tamanho das organizações, como a alavancagem e a rentabilidade.

Denota-se que as variáveis independentes, restrição financeira e liquidez em caixa, apresentaram-se estatisticamente significantes ao nível de 1% em relação ao desempenho de mercado. Tratando-se das variáveis de controle, destaca-se que apenas a 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 a 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 em caixa das organizações pode estar sendo influenciada pelas estratégias das organizações quanto à retenção de financiamentos.

Com relação aos achados, presume-se, em primeira análise, que a variável de desempenho de mercado *market-to-book* está positivamente relacionada às restrições financeiras e à liquidez em caixa. Entretanto, as correlações de Spearman e Pearson apresentam apenas associação entre as variáveis. Logo, para responder à questão de pesquisa, realizou-se a análise do modelo de regressão. Os resultados estão apresentados na Tabela 5. Assim, a primeira coluna aborda as variáveis independentes e explicativas e, ao final, encontram-se os resultados para os testes VIF e Durbin-Watson para o modelo testado.

Tabela 5
Restrição financeira e liquidez em caixa no desempenho de mercado

Variáveis	Variável dependente: desempenho de mercado	
	Coefficiente	Estatística t
Constante	-0,6647237	-1,22
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	

Tabela 5
Cont.

Variáveis	Variável dependente: desempenho de mercado	
	Coefficiente	Estatística <i>t</i>
Significância do modelo	0,0000***	
VIF	1,18-1,51	
DW	2,043872	
N_O	435	
N_E	87	
N_P	1	

ALAV = alavancagem; DW = Durbin-Watson; LIQ = liquidez em caixa; N_E = número de empresas; N_O = número de observações; N_P = número de países; RENT = rentabilidade; RF = restrições financeiras; TAM = tamanho; VIF = variance inflation factor.

*, **, *** = significância a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os resultados evidenciados na Tabela 5 designam que há relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez em caixa com o desempenho de mercado. Nessa perspectiva, os achados contradizem Chan et al. (2013), por constatarem que, no presente estudo, as organizações financeiramente restritas apresentam menor liquidez em caixa e que, no cenário brasileiro, não há valorização de prêmio pelo risco por parte dos investidores. No entanto, denota-se que organizações que passam por restrições apresentam valor de mercado menor e, conseqüentemente, têm dificuldades no desempenho em mercados de capitais e, por isso, optam pelo financiamento interno.

Além disso, Mohammadi et al. (2018) corroboram a perspectiva de que a liquidez em caixa é um dos determinantes para o *status* das organizações, que pode estar, até mesmo, atrelada à continuidade do negócio. Dito isso, verifica-se a relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez em caixa, em linhas gerais, pela justificativa que as organizações optem por deixar mais dinheiro armazenado no caixa devido à restrição e pela influência da concorrência no mercado, em que se cita o aumento do patrimônio para manutenção das atividades (Morellec et al., 2014). As organizações podem utilizar o 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, até mesmo, excessos em estoques, recursos, e isso pode ser visto como rendimento futuro, o que pode impactar o aumento do nível de liquidez em caixa.

Observa-se que, durante um período analisado, as organizações variam a liquidez em caixa, dependendo do ciclo de vida, como também de seu disponível para financiamento de investimentos. Assim, conforme

Mohammadi et al. (2018), quando não há equilíbrio entre a restrição e os investimentos, as organizações apresentam riscos quanto à liquidez em caixa, em que são aumentados os custos internos, de oportunidade e de 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 aos seus investimentos, não conseguir um nível de liquidez em caixa que possa honrar com seus compromissos.

Entretanto, vale ressaltar que os resultados encontrados tenham, principalmente, características peculiares quanto ao cenário analisado, tendo em vista que, especificamente no Brasil, o investimento das empresas depende da liquidez em caixa, tanto por parte do gerenciamento interno quanto da disponibilidade de crédito, em que se verifica sensibilidade maior do fluxo de caixa (Crisóstomo et al., 2014). Nesse alinhamento, conforme Almeida et al. (2004), a sensibilidade do fluxo de caixa das organizações deve aumentar a tangibilidade dessas, mas apenas em organizações que passam por restrição ao crédito, ou seja, que passam por alguma restrição de financiamento.

Na Tabela 5 também é possível identificar, por meio 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 intuito de verificar a normalidade dos dados: identificou-se a distribuição dos resíduos não normal, pois houve significância ao nível e 1%. O teste de multicolinearidade (VIF) indica que não houve multicolinearidade nos dados analisados no presente estudo, pois não foram observados valores maiores do que 5 para confirmação de multicolinearidade entre as variáveis analisadas (Hair et al., 2009).

Para confirmar esses resultados iniciais, realizou-se a análise adicional da interação entre a liquidez em caixa e

as restrições financeiras, com intuito de analisar o efeito conjunto sobre o desempenho de mercado. Destaca-se

que a variável de restrição financeira será apresentada em nível de 5% (Tabela 6).

Tabela 6

Interação entre restrição financeira e liquidez em caixa

Variáveis	Variável dependente: desempenho de mercado		Tabela 5 – Restrição financeira e liquidez em caixa no desempenho de mercado	
	Coefficiente	Estatística <i>t</i>	Coefficiente	Estatística <i>t</i>
Constante	-0,3991573	-0.73	-0,6647237	-1,22
RF	-3,96e-08	-0.32	0,1591552**	1,96
LIQ	1,782984***	5.69	1,452546***	3,80
RF*LIQ	1,25e-06**	2.16		
TAM	0,0609935***	2.78	0,0625397***	3,22
ALAV	-1,169473***	-6.64	-1,136904***	-7,51
RENT	3,281842***	7.85	3,208063***	2,56
Efeitos fixos setor e ano	Sim		Sim	
R ²	39,69		39,37	
Significância do modelo	0,0000***		0,0000***	
VIF	1,17 - 3,88		1,18 - 1,51	
DW	2,030548		2,043872	
N_O	435		435	
N_E	87		87	
N_P	1		1	
Join F test				
LIQ + RF*LIQ	16,20***			
RF + RF*LIQ	3,33**			

ALAV = alavancagem; DW = Durbin-Watson; LIQ = liquidez em caixa; N_E = número de empresas; N_O = número de observações; N_P = número de países; RENT = rentabilidade; RF = restrições financeiras; RF*LIQ = restrição financeira * liquidez em caixa; TAM = tamanho; VIF = variance inflation factor.

*, **, *** = significância a 10, 5 e 1%, respectivamente.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Observa-se que a interação entre a variável de restrição financeira com a liquidez em caixa (RF*LIQ) se mostrou positiva e significativamente relacionada ao desempenho de mercado em nível de 5%, o que revela que a interação potencializa a relação positiva dos fenômenos com o desempenho de mercado. Logo, entende-se que empresas financeiramente restritas optem por mais liquidez em caixa, com intuito de investimento e mais financiamento interno, o que corrobora Mohammadi et al. (2018), em que dizem quando não houver equilíbrio entre restrição e investimentos, as organizações tenham mais riscos de liquidez em caixa. Além disso, como evidenciado na Tabela 5, a liquidez em caixa influencia positivamente o desempenho das organizações, mesmo quando essas se encontram restritas financeiramente, o que confirma os preceitos da Teoria do *Trade Off* de Modigliani e Miller (1963).

Ademais, como apontado no estudo de Artica et al. (2019), quando o acesso ao financiamento externo é impactado, as empresas podem optar por reter caixa como forma de proteção contra restrições financeiras que, do

mesmo modo, impedem oportunidades de investimento. Também, conforme Almeida et al. (2007), dado o estado de restrição financeira, tem-se uma relação endógena com a tangibilidade dos ativos, ou seja, os efeitos da tangibilidade podem impactar tanto a sensibilidade de fluxo de caixa como o *status* de restrição. Por fim, seguindo o entendimento de Artica et al. (2019), ao empregar Teoria do *Trade-Off*, as empresas optam por liquidez em caixa acumulada, grande parte como forma de precaução, para que também possa servir como segurança quanto a potenciais restrições financeiras.

Ademais, questões voltadas para o contexto em que as empresas estão inseridas também devem ser consideradas. Conforme o autor supramencionado, empresas inseridas no contexto latino-americano tendem a sofrer o impacto das variações macroeconômicas, no que se refere aos determinantes de liquidez em caixa. Logo, os fatores macroeconômicos podem ser vistos como proxies referentes às variáveis de estado econômico, em que influenciam as organizações tanto nas mutações que

ocorrem nos fluxos de caixa como na taxa de desconto ajustada ao risco (Gosnell & Nejadmalayeri, 2010).

Em suma, os resultados apontam que o aumento nas restrições e na liquidez em caixa das organizações aumenta o desempenho dessas, mesmo que apresentem dificuldades no acesso ao mercado de capitais por estarem passando por restrições. Além disso, o tamanho das organizações está positivo e estatisticamente relacionado ao desempenho das organizações, como a rentabilidade. Entretanto,

alavancagem das organizações apresentou relação negativa com desempenho, fato que pode estar atrelado à ideia de que as organizações optem pelo subinvestimento no cenário analisado quanto à dificuldade em disposição de crédito. Desse modo, o presente estudo expande os resultados sobre a influência de fatores como a restrição e a liquidez em caixa no desempenho de mercado de organizações no cenário brasileiro, uma vez que os achados são consistentes quanto à relação positiva dessas variáveis na relação.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo objetivou verificar a influência da liquidez em caixa e das restrições financeiras no desempenho de mercado das empresas brasileiras listadas na B3. Desse modo, realizou-se pesquisa descritiva, com procedimento documental e abordagem quantitativa na análise. A amostra compreendeu 87 empresas classificadas em financeiramente restritas e não. Para análise, optou-se por utilizar regressão linear múltipla (OLS) com intuito de examinar a influência de outras variáveis, como a restrição e a liquidez em 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 relação positiva entre as restrições financeiras e a liquidez em caixa das organizações, os quais confirmam as premissas adotadas e corroboram os estudos de Almeida et al. (2004), Chan et al. (2013), Im et al. (2017), Morellec et al. (2014), Portal et al. (2012), o que pode estar atrelado ao fato de que a liquidez em caixa, por ser um fator analisado por investidores, aponta para perspectivas futuras da organização, podendo ser vista como uma forma de proteção quanto a possíveis restrições; logo, não se rejeitam as hipóteses H_1 e H_2 do presente estudo. Além disso, empresas que têm restrição podem optar por reter caixa, o que poderá impactar seu desempenho positivamente. Ademais, é preciso levar em consideração o cenário de baixa proteção aos acionistas no Brasil, em que há certo desconto quanto aos ativos líquidos nesse cenário, bem como ao se tratar de empresas financeiramente restritas, que podem manter níveis mais altos de estoques e recursos, o que pode sinalizar uma melhora nos índices de liquidez em caixa. Entretanto, vale ressaltar que o presente estudo analisou um cenário que se caracteriza por uma economia emergente e que os valores, quanto à liquidez em caixa, por exemplo, evidenciam-se menores, mas explicam a relação positiva com o desempenho de mercado.

A conclusão do estudo é relevante, pois este resultado pode estar relacionado à necessidade de as organizações

apresentarem liquidez em caixa para não perderem oportunidades de investimento, o que denota uma estratégia utilizada pelas organizações com intuito de apresentarem liquidez, sendo que, ao se considerarem esses fatores em conjunto, apesar de financeiramente restritas, as organizações representam, de certa forma, boa escolha de investimento por optarem pelo excesso em caixa do que pela disponibilidade para novos investimentos. Dito isso, o mercado especificamente brasileiro apresenta algumas resistências quanto a organizações em restrição financeira, mas se houver considerável liquidez em caixa, tem-se um desempenho de mercado positivo.

Entretanto, observa-se que fatores externos podem influenciar o ambiente estudado, haja vista que pesquisas já examinam o custo de capital, o impacto dos impostos e a escolha da fonte de financiamento. De acordo com o cenário, essa análise pode trazer novos *insights*, principalmente em economias emergentes, por influenciarem o mercado global e, conseqüentemente, os fatores macroeconômicos que podem impactar o desempenho de mercado. Todavia, como o presente estudo se baseou em uma economia em desenvolvimento, fatores internos quanto à política monetária e às regulamentações governamentais influenciam esse mercado altamente instável.

Apesar disso, o presente estudo tem algumas limitações que devem ser consideradas no desenvolvimento de futuras pesquisas, tais como adicionar fatores macroeconômicos à análise para verificar a influência da oscilação desses na relação, bem como aumentar o período examinado com intuito de capturar variâncias nos fatores com o decorrer do tempo. Como o estudo se baseou em uma economia em desenvolvimento, seria interessante comparar a influência dos indicadores aqui analisados nas economias distintas, mas com semelhanças quanto às oscilações macroeconômicas. Por fim, outras pesquisas poderiam aprofundar o estudo por meio do uso de moderação quanto à influência de fatores internos na relação estudada.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment. *Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm019>
- Almeida, H., Campello, M., & Liu, C. (2006). The financial accelerator: Evidence from international housing markets. *Review of Finance*, 10(3), 321-352.
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Artica, R. P., Brufman, L., & Saguí, N. (2019). Por que as empresas latino-americanas retêm muito mais caixa do que costumavam reter? *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 73-90. <https://dx.doi.org/10.1590/1808-057x201805660>
- Bassetto, C. F., & Kalatzis, A. E. (2011). Financial distress, financial constraint and investment decision: Evidence from Brazil. *Economic Modelling*, 28(1-2), 264-271.
- Bastos, D. D., & Nakamura, W. T. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas no Brasil, México e Chile no período 2001-2006. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(50), 75-94. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000200006>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- Baum, C. F., Caglayan, M., Ozkan, N., & Talavera, O. (2006). The impact of macroeconomic uncertainty on non-financial firms' demand for liquidity. *Review of Financial Economics*, 15(4), 289-304. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2010.06.004>
- 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.
- Campos, A. L. S., & Nakamura, W. T. (2015). Rebalanceamento da estrutura de capital: endividamento setorial e folga financeira. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(número especial), 20-37. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151789>
- Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2019). The impact of corporate strategy on capital structure: Evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76(2), 379-385. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.09.005>
- Carvalho, F. L., & Kalatzis, A. E. G. (2018). Earnings quality, investment decisions, and financial constraint. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(4), 573-598.
- 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.
- Demir, F. (2009). Financial liberalization, private investment and portfolio choice: financialization of real sectors in emerging markets. *Journal of Development Economics*, 88(2), 314-324. <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>
- 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* [Working Paper]. National Bureau of Economic Research.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Gosnell, T., & Nejadmalayeri, A. (2010). Macroeconomic news and risk factor innovations. *Managerial Finance*, 36(7), 566-582.
- Hair, J. F., Jr., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados* (6a. ed.). Bookman.
- Han, S., & Qiu, J. (2007). Corporate precautionary cash holdings. *Journal of Corporate Finance*, 13(1), 43-57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Hennessy, C. A., Levy, A., & Whited, T. M. (2007). Testing Q theory with financing frictions. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 691-717.
- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & da Silva, S. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de Pecking Order e Trade-Off no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 17(1), 130-144. <https://doi.org/10.5585/ijsm.v17i1.2542>
- 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(1), 43-48.
- Iona, A., De Benedetto, M. A., Assefa, D. Z., & Limosani, M. (2020). Finance, corporate value and credit market freedom in overinvesting US firms. *Corporate Governance*, 20(6), 1053-1072. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0196>
- 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.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359. <https://doi.org/10.2307/2331099>
- 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.
- 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 em 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., & 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*, 30, 93-128. <http://dialnet.unirioja.es/servlet/revista?codigo¼354>
- Marôco, J. (2011). *Análise estatística com o SPSS Statistics* (5a. ed.). Report Number.
- Miller, M., & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413-435. <https://doi.org/10.2307/1880728>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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* [Working Paper]. Social Science Research Network.
- Moyen, N. (2004). Investment-cash flow sensitivities: Constrained versus unconstrained firms. *The Journal of Finance*, 59(5), 2061-2092.
- Myers, S. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Nakamura, W. T., Martin, D. M. L., Forte, D., Carvalho Filho, A. F. D., Costa, A. C. F. D., & Amaral, A. C. D. (2007). Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro: análise de regressão com painel de dados no período 1999-2003. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18(44), 72-85. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200007>
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- 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*, 12(4), 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.