

# IMPORTÂNCIA DO CORRECTO ENTENDIMENTO DO CONCEITO DE «CASH-FLOW» PARA A ANÁLISE E A TOMADA DE DECISÕES FINANCEIRAS

*Manuel de Oliveira Marques (\*)*

## I) Introdução

A actual conjuntura económica portuguesa, caracterizada essencialmente por elevados índices de subida do nível geral dos preços e pelo défice sistemático da balança de pagamentos, gera circunstâncias que tocam muito de perto a situação financeira do sector empresarial.

De entre os factores com mais impacto na viabilidade financeira das empresas na actual conjuntura, contam-se a taxa de inflação e as restrições do crédito às empresas.

QUADRO N.º 1

### Taxas de inflação

	Índices de preços de consumidor (1976 = 100)	Taxas de inflação
1977 .....	127,4	27,4
1978 .....	155,4	22,0
1979 .....	193,0	24,2
1980 .....	225,0	16,6
1981 .....	269,9	20,0

Fonte: Relatório do Banco de Portugal, 1979 e 1981

No quadro n.º 1 indicamos os índices de preços de consumidor e as taxas de inflação dos últimos 5 anos, segundo a estimativa do Banco de Portugal, a qual não faltará quem julgue optimista.

A subida generalizada dos preços a taxas como as que constam do quadro implica também a elevação, de período para período, dos valores monetários retidos, a título de crédito concedido a clientes e de existên-

(\*) Assistente da Faculdade de Economia do Porto, Bolseiro do INIC a estagiar no Programa de Doutoramento da Scottish Business School (Universidade de Strathclyde), em Glasgow.

cias nos armazéns, por parte das empresas, muito embora as últimas possam ser parcialmente compensadas por crédito obtido de fornecedores. Do mesmo modo, verificar-se-á um aumento permanente do custo dos investimentos de substituição em bens de activo fixo. Sendo todas estas aplicações vitais para a simples continuidade das explorações, torna-se notório que, em períodos de alta generalizada dos preços, o volume dos meios de tesouraria necessários àquela continuidade sofre igualmente um acréscimo periódico cujo ritmo não se afastará por certo do ritmo da própria alta dos preços.

Sempre que uma empresa atravessa uma fase de expansão do investimento, acentuam-se as pressões sobre as necessidades de meios de tesouraria no sentido ascendente. À questão de saber de que modo é financiada a continuidade da exploração junta-se então a de encontrar as vias de financiamento da expansão.

Quanto à restrição do crédito às empresas, como política financeira dos governantes ou como prática das entidades financiadoras, ela é hoje uma realidade bem presente entre nós, economia dependente que somos. A restrição é imposta quer através da elevação das taxas de juro, quer por uma limitação de facto das vias de acesso ao financiamento bancário por parte das empresas. Em qualquer dos casos, empresários e gestores financeiros vêem-se confrontados com uma situação em que o recurso ao financiamento externo absorve cada vez mais fundos e energias e consciencializam-se das enormes vantagens que poderão resultar do facto de uma exploração ser financeiramente auto-suficiente.

A tesouraria torna-se assim um sector de vital importância da gestão financeira das empresas. Reveste-se de especial relevo o fomento dos meios de tesouraria a partir da própria exploração e a limitação das aplicações de tesouraria à capacidade de auto-financiamento<sup>(1)</sup> das empresas, acrescida de um recurso equilibrado ao financiamento externo.

Uma atenção cuidada a estes relevantes aspectos da gestão financeira de curto prazo, que a presente conjuntura económica no nosso país torna particularmente premente, exige a adopção de conceitos claros e ajustados e a implementação de formas de informação contabilística que vão ao encontro das necessidades de análise e tomada de decisões.

## **II) Os fluxos de tesouraria**

As considerações do penúltimo parágrafo levam-nos a distinguir três espécies de fenómenos, na área da tesouraria das empresas, sobre as

---

<sup>(1)</sup> Como veremos adiante, damos ao termo autofinanciamento um entendimento que o identifica com o fluxo de tesouraria gerado a partir da exploração, diferente portanto do entendimento comum que o associa à soma dos resultados líquidos com as dotações para amortizações e reintegrações.

quais entendemos dever dirigir-se a atenção dos analistas e gestores financeiros:

- 1) Os fluxos de tesouraria gerados pela exploração, que designaremos por *FGT*;
- 2) Os fluxos de tesouraria provenientes do exterior ou financiamento líquido, que designaremos por *FL*;
- 3) Os fluxos de tesouraria aplicados, que designaremos por *AT*.

Estamos afinal perante uma particular arrumação daquilo que os Americanos foram os primeiros a designar por «cash-flow», expressão hoje muito familiar entre todos os que, de algum modo, estão ligados à gestão financeira das empresas. A questão que importa colocar é a de saber se à expressão tem sido dado um correcto entendimento e o uso mais adequado. Isto está muito longe de constituir uma questão meramente académica, como adiante teremos ocasião de mostrar.

Bastará consultarmos alguns relatórios de gerência das nossas empresas para verificarmos que o conceito de «cash-flow» é profusamente utilizado nos comentários e análises feitos ao comportamento das empresas do ponto de vista financeiro. Por exemplo, de um relatório de uma das nossas mais conhecidas empresas têxteis relativo ao exercício de 1981 extraímos o seguinte:

[...] sendo os resultados líquidos do exercício apenas de 13 148 470\$56. As reintegrações e amortizações contabilizadas no exercício atingiram 206 630 079\$, sendo, portanto, o «cash-flow» bruto de cerca de 220 000 contos.

Proposições de conteúdo semelhante podem ser encontradas quase invariavelmente em relatórios, estudos de situações financeiras, fundamentações de pedidos de financiamento e até em análises de projectos de investimento.

Na citação acima está subjacente o entendimento do «cash-flow», na sua versão de «cash-flow» bruto, como o montante dos resultados líquidos antes de deduzidas as dotações para amortizações e reintegrações. Este é o entendimento corrente entre autores franceses, que se demarcam assim dos seus congéneres de expressão inglesa, para os quais «cash-flow» exprime exactamente aquilo que o nome significa: o fluxo líquido de tesouraria. Ainda segundo os autores franceses, o «cash-flow» líquido, também designado por «autofinanciamento», obtém-se deduzindo ao «cash-flow» bruto o imposto sobre os lucros e os lucros distribuídos<sup>(2)</sup>.

---

<sup>(2)</sup> Ver, por exemplo, Pierre Conso, *A Gestão Financeira das Empresas*, Rés Editora, L.da, pp 272 e 273, 1979.

Propomo-nos mostrar aqui, com o auxílio de alguns casos concretos que, tal como P. Conso acaba por admitir, «o «cash-flow» é uma noção muito utilizada na análise financeira» mas «é, no entanto, ambígua e de uma interpretação delicada»<sup>(3)</sup>. O autor refere-se, naturalmente, à sua definição de «cash-flow», que nós só aceitamos tal como a escrevemos, isto é, entre aspas.

Para nós, o cash-flow é aquilo que é: o fluxo líquido de tesouraria. É este o entendimento original da expressão que os Americanos introduziram e é também o mais útil e mais claro.

Assim entendido, o cash-flow é um conceito mais útil a analistas e gestores financeiros porque lhes permite, através da sua medida e análise, chegar a uma melhor compreensão da situação e evolução financeira das empresas, em especial se confrontadas com a conjuntura a que nos referimos no capítulo anterior. Em particular, este é o indicador que mais correctamente lhes poderá mostrar os recursos de tesouraria a que as empresas tiveram acesso durante um dado exercício e o uso que lhes foi dado. É que, no fundo, o dinheiro é o primeiro e o último dos recursos de uma empresa, aquele que constitui a circulação sanguínea de uma exploração, o único que permite às empresas pagar impostos, distribuir lucros e investir.

O conceito de cash-flow na acepção de fluxo líquido de tesouraria reveste-se ainda de maior clareza, quer pelo seu processo de cálculo, quer ainda pela transparência das análises de que pode ser objecto.

#### QUADRO N.º 2

##### Fluxo líquido de tesouraria

Vendas a dinheiro e cobranças de créditos .....	$C_i$
Compras a dinheiro e pagamento de dívidas...	$- P_i$
Investimento de substituição .....	$- R_i$
	<hr/>
Fluxo operacional de tesouraria .....	$FOT_i$
Pagamento de impostos sobre lucros .....	$- T_i$
Despesas financeiras .....	$- I_i$
	<hr/>
Fluxo gerado de tesouraria .....	$FGT_i$
Empréstimos a curto prazo .....	$\pm NS_i$
Empréstimos a longo prazo .....	$\pm NL_i$
Aumentos de capital .....	$\pm K_i$
	<hr/>
Fluxo líquido de tesouraria .....	$FLT_i$
Investimento de expansão .....	$E_i$
Dividendos pagos .....	$D_i$
Aumento da reserva de caixa .....	$M_i$
	<hr/>
Total das aplicações de tesouraria .....	$AT_i$

<sup>(3)</sup> *Op. cit.*, p. 272.

No quadro n.º 2 descrevemos o processo de cálculo do fluxo líquido de tesouraria de uma empresa, para um dado exercício contabilístico  $i$ , nos termos que se ajustam ao entendimento que damos ao conceito.

Este quadro resume simplesmente todos os fluxos de tesouraria da empresa, numa sequência de adições e subtrações que nos permitem determinar sucessivamente o fluxo gerado de tesouraria ( $FGT$ ), o financiamento líquido obtido durante o exercício ( $FL$ ) e o fluxo líquido (total) de tesouraria ( $FLT$ ), que, naturalmente, iguala o montante das aplicações de tesouraria.

Poderíamos chamar ao quadro n.º 2 «Demonstração dos fluxos de tesouraria» e, assim como a demonstração de resultados representa o produto da relevação sistemática de custos e proveitos no que constitui um subsistema de contabilidade bem definido, aquele quadro pode ser obtido através da relevação sistemática de recebimentos e pagamentos, no âmbito de um novo subsistema contabilístico que desenvolva as contas de disponibilidades em termos que satisfaçam as necessidades de informação das empresas no que diz respeito a movimentos de tesouraria.

### III) Fluxo líquido de tesouraria *versus* «cash-flow» convencional

Resumimos no quadro n.º 3 o processo de cálculo do «cash-flow» na sua acepção convencional, isto é, soma dos resultados líquidos do exercício com as dotações para amortizações e reintegrações. Como já referimos, este entendimento encontra-se muito arreigado entre analistas e gestores financeiros.

QUADRO N.º 3

#### Determinação do «cash-flow»

Vendas .....		$S_i$	
Existências iniciais .....	$+ IN_{i-1}$		
Compras de bens e serviços .....	$+ B_i$		
Existências finais .....	$- IN_i$		
Custo das vendas .....	$Q_i$		$- Q_i$
Margem .....		$GM_i$	
Despesas financeiras .....		$- I_i$	
Provisão para impostos sobre lucros .....		$- T_{i+1}$	
«Cash-flow» líquido .....		$CF_i$	
Dotações para amortizações e reintegrações ...		$- F_i$	
Resultados líquidos .....		$RL_i$	

Temos, pois, duas concepções de «cash-flow». Em primeiro lugar, o fluxo líquido de tesouraria, concepção que preferimos e que se exprime pela equação seguinte, na sua versão de fluxo gerado de tesouraria:

$$(1) \quad FGT_i = C_i - P_i - R_i - T_i - I_i$$

Em segundo lugar, temos o «cash-flow» convencional que, nos termos do quadro n.º 3, se exprime como segue<sup>(4)</sup>:

$$(2) \quad CF_i = S_i - (IN_{i-1} + B_i - IN_i) - I_i - T_{i+1}$$

Uma vez que quer o fluxo gerado de tesouraria quer o «cash-flow» convencional são apresentados como medidas do nível de autofinanciamento das empresas, tem interesse determinar a diferença entre os valores obtidos com base em cada um destes conceitos.

A diferença entre o «cash-flow» convencional e o fluxo gerado de tesouraria é dada por

$$(3) \quad CF_i - FGT_i = S_i - C_i - [(IN_{i-1} + B_i - IN_i) - P_i] + R_i - (T_{i+1} - T_i)$$

ou seja,

$$(4) \quad CF_i - FGT_i = (S_i - C_i) + (IN_i - IN_{i-1}) - (B_i - P_i) + R_i - (T_{i+1} - T_i)$$

Algumas modificações são ainda possíveis na equação (4), que a tornarão mais elucidativa. Em primeiro lugar, notemos que a diferença entre o valor total das vendas e o montante das cobranças e vendas a dinheiro é igual à variação do saldo de créditos sobre clientes (AR):

$$S_i - C_i = AR_i - AR_{i-1}$$

Analogamente, a diferença entre o total das compras de bens e serviços e o total de pagamentos de dívidas e compras a dinheiro corresponde à variação do saldo de dívidas a fornecedores e outros credores (AP):

$$B_i - P_i = AP_i - AP_{i-1}$$

Deste modo, a equação (4) assume nova forma:

$$(5) \quad CF_i - FGT_i = (AR_i - AR_{i-1}) + (IN_i - IN_{i-1}) - (AP_i - AP_{i-1}) + R_i - (T_{i+1} - T_i)$$

---

(4) No quadro n.º 3 consideramos como «cash-flow» líquido o «cash-flow» bruto deduzido dos impostos sobre lucros, mas não dos dividendos, como sugere Conso e já referimos algures neste texto. Optamos por esta solução por ser a mais comum entre nós e, portanto, aquela que devemos confrontar com o FGT.

Se, em lugar de ser confrontado com o «cash-flow» convencional, o fluxo gerado de tesouraria,  $FGT_i$ , for comparado com os resultados líquidos, teremos:

$$(6) \quad RL_i - FGT_i = (AR_i - AR_{i-1}) + (IN_i - IN_{i-1}) - (AP_i - AP_{i-1}) + (R_i - F_i) - (T_{i+1} - T_i)$$

A equação (5) mostra como divergem os montantes de autofinanciamento determinados com base no conceito convencional de «cash-flow» e no fluxo gerado de tesouraria. A diferença entre os dois valores é função dos seguintes factores:

- 1) Crédito líquido concedido durante o período;
- 2) Crédito líquido obtido durante o período;
- 3) Variação de *stocks*;
- 4) Investimento de substituição;
- 5) Diferença entre a provisão constituída para impostos sobre os lucros do exercício e os impostos sobre lucros pagos durante o mesmo exercício.

Como se pode facilmente verificar, em períodos de expansão de negócios e em conjuntura inflacionista verifica-se normalmente a condição

$$CF_i - FGT_i > 0$$

pelo que a aplicação do conceito convencional de «cash-flow» pode, naquelas circunstâncias, contribuir para que sejam extraídas conclusões erradas, porque demasiado optimistas, da análise da situação de tesouraria das empresas.

A equação (6) diverge da anterior na medida das dotações para amortizações e reintegrações,  $F_i$ , que são agora subtraídas ao segundo membro, enquanto no primeiro membro o «cash-flow» convencional,  $CF_i$ , é substituído pelos resultados líquidos,  $RL_i$ .

De entre os factores que determinam a diferença entre resultados líquidos e fluxo gerado de tesouraria contam-se, de acordo com a equação (6), os que atrás referimos com respeito à equação (5), com excepção do investimento de substituição,  $R_i$ , que é agora substituído pela diferença

$$R_i - F_i$$

entre o investimento de substituição e as dotações para amortizações e reintegrações. Como, em conjuntura inflacionista, se verifica geralmente que

$$R_i > F_i$$

concluimos que, em fase de expansão de negócios e conjuntura de alta geral de preços, os resultados líquidos tendem igualmente a exceder o valor do fluxo gerado de tesouraria.

#### IV) O «fundo de manei» como determinante dos fluxos de tesouraria

Reformulando a equação (6) nos termos que seguem:

$$(7) \quad FGT_i = RL_i - (AR_i - AR_{i-1}) - (IN_i - IN_{i-1}) + (AP_i - AP_{i-1}) - (R_i - F_i) + (T_{i+1} - T_i)$$

constatamos que o fluxo gerado de tesouraria pode ser calculado a partir dos resultados líquidos, simplesmente somando-lhes ou subtraindo-lhes os valores que constituem os cinco parêntesis figurando no segundo membro da equação acima.

Quer dizer, caso não estejam criadas as condições para a determinação do fluxo gerado de tesouraria a partir de um apropriado subsistema de relevação contabilística que conduza a um desenvolvimento como o do quadro n.º 2, é ainda possível reconstituir o fluxo gerado de tesouraria a partir dos resultados líquidos de cada exercício e com base na equação (7), o que exige se disponha de dois balanços sucessivos da situação patrimonial, um relativo ao exercício em análise e outro relativo ao exercício anterior.

Tomando a equação (7) em conjunto com o quadro n.º 2, podemos resumir o processo de reconstituição do fluxo gerado de tesouraria,  $FGT_i$ , e do fluxo líquido de tesouraria,  $FLT_i$ , a partir dos resultados líquidos do exercício, como consta do quadro n.º 4.

Note-se que os três primeiros parêntesis do segundo membro da equação (7), ou as linhas 2 a 7 do quadro n.º 4, se considerados em termos globais, representam a variação de um «fundo de manei» definido como é comum, mas excluindo disponibilidades e empréstimos a curto prazo. As primeiras são por nós tratadas como uma aplicação de tesouraria em reserva de liquidez, enquanto os segundos entram no cálculo do fluxo líquido (total) de tesouraria, mas não no cálculo do fluxo gerado de tesouraria.

Torna-se agora claro o papel fundamental que a gestão do «fundo de manei» ou, mais exactamente, a gestão do crédito (activo e passivo) e de *stocks*, desempenham na produção dos fluxos de tesouraria de uma empresa. Com efeito, cremos poder afirmar, *grosso modo*, que o fluxo gerado de tesouraria,  $FGT_i$ , de uma empresa durante um dado exercício (para nós, o seu verdadeiro autofinanciamento) depende, por um lado, dos resultados obtidos e, por outro, da sua gestão de crédito e de *stocks*. Por

seu turno, o fluxo líquido de tesouraria,  $FLT_i$ , depende não apenas destes factores mas também do grau de recurso ao financiamento externo (bancário e de sócios ou accionistas).

QUADRO N.º 4

**Reconstituição dos fluxos de tesouraria**

Resultados líquidos .....	$RL_i$
- Saldo final dos créditos de curto prazo .....	$AR_i$
+ Saldo inicial dos créditos de curto prazo .....	$AR_{i-1}$
- Valor final das existências .....	$IN_i$
+ Valor inicial das existências .....	$IN_{i-1}$
+ Saldo final das dívidas a curto prazo .....	$AP_i$
- Saldo inicial das dívidas a curto prazo .....	$AP_{i-1}$
- Investimento de substituição .....	$R_i$
+ Dotações para amortizações e reintegrações .....	$F_i$
+ Provisões para impostos sobre lucros .....	$T_{i+1}$
- Pagamentos de impostos sobre lucros .....	$T_i$
= Fluxo gerado de tesouraria .....	<u><math>FGT_i</math></u>
+ Saldo final de empréstimos a curto prazo .....	$FS_i$
- Saldo inicial de empréstimos a curto prazo .....	$FS_{i-1}$
+ Saldo final de empréstimos a longo prazo .....	$FL_i$
- Saldo inicial de empréstimos a longo prazo .....	$FL_{i-1}$
+ Valor final do capital social .....	$EC_i$
- Valor inicial do capital social .....	<u><math>EC_{i-1}</math></u>
= Fluxo líquido de tesouraria .....	<u><math>FLT_i</math></u>

Fica assim verdadeiramente esclarecida a influência relativa da eficiência económica, da gestão de crédito e de *stocks* e do financiamento externo de uma empresa na sua situação de tesouraria. E, tomando em linha de conta as aplicações de tesouraria possíveis, torna-se evidente a influência daqueles factores em domínios tão importantes da vida de uma empresa como a sua liquidez, a sua capacidade de expansão e a sua capacidade para distribuir lucros.

Também se torna agora mais evidente a extensão do equívoco que representa para analistas e gestores financeiros a utilização do conceito de «cash-flow» na sua acepção convencional para determinar o contributo da exploração de cada exercício para a situação de tesouraria das empresas. Isto prende-se com a ideia de autofinanciamento, o qual, para nós, apenas existe quando se verificar uma libertação efectiva de meios monetários do conjunto das operações de exploração, meios esses que a empresa possa aplicar reembolsando empréstimos, reinvestindo, pagando dividendos ou retendo-os a título de reserva de liquidez. Entender de outro modo pode conduzir a diagnósticos errados e a muitas decisões imprudentes, em especial nas áreas do investimento e da distribuição de lucros.

## V) Alguns casos concretos

A título de ilustração das considerações que antecedem e ainda como teste à sua pertinência, aplicamos o processo de reconstituição descrito no quadro n.º 4 às contas de quatro empresas portuguesas relativas aos últimos 6 anos, tal como as encontramos publicadas no *Diário da República*. É à descrição e comentário de cada um destes quatro casos que passaremos a seguir:

### 1) Empresa A:

Tomamos como primeiro exemplo uma empresa do sector têxtil com mais de 50 anos de existência, capital social no valor de 420 000 contos e os seguintes valores de vendas durante os últimos 6 anos (em contos):

1976 .....	1 130 693,5
1977 .....	1 391 701,5
1978 .....	1 499 895,8
1979 .....	2 399 053,5
1980 .....	2 891 644,8
1981 .....	3 199 523,1

Os fluxos de tesouraria desta empresa durante os últimos 5 anos constam do quadro n.º 5.

Verificamos que esta empresa viu incrementadas as suas vendas durante os últimos 5 anos a uma taxa global (183 %) superior ao índice de subida do nível geral dos preços naquele período (169,9 %). Além disso, os seus resultados foram sempre positivos e crescentes até 1980, experimentando uma quebra apenas em 1981.

Se considerarmos o «cash-flow» na sua aceção convencional, constatamos ainda, com base no quadro n.º 5, que ele atingiu na empresa A, durante o período 1977-1981, os seguintes valores (em contos):

1977 .....	64 153,2
1978 .....	93 078,3
1979 .....	168 345,0
1980 .....	243 176,9
1981 .....	219 778,6
<i>Total</i> .....	<u>788 532,0</u>

## QUADRO N.º 5

## Empresa A — Fluxos de tesouraria

	1977	1978	1979	1980	1981	Total
Resultados líquidos .....	15 410,7	20 618,6	21 974,1	22 409,1	13 148,5	93 561,0
+ Cotações para amortizações e reintegrações .....	48 742,5	72 459,7	146 370,9	220 767,8	206 630,1	694 971,0
– Aumento em créditos e existências .....	210 322,2	675 869,6	164 142,7	203 156,1	483 342,6	1 736 833,2
+ Aumento das dívidas a curto prazo .....	63 739,0	99 760,3	(3 994,8)	(148 603,7)	403 160,6	414 061,4
= Fluxo gerado de tesouraria	(82 430,0)	(483 031,0)	207,5	(108 582,9)	139 596,6	(534 239,8)
Empréstimos a curto prazo .....	79 030,0	310 955,3	202 140,9	304 095,0	261 525,8	1 157 747,0
Empréstimos a longo prazo .....	147 186,4	292 764,4	(3 567,7)	162 362,3	(96 573,4)	502 172,0
Aumentos de capital .....	(650,0)	(650,0)	(650,0)	0,0	0,0	(1 950,0)
+ Financiamento líquido .....	225 566,4	603 069,7	197 923,2	466 457,3	164 952,4	1 657 969,0
= Fluxo líquido de tesouraria	143 136,4	120 038,7	198 130,7	357 874,4	304 549,0	1 123 729,2
Varição de disponibilidades .....	(857,7)	15 360,4	7 498,1	12 092,8	69 427,6	103 521,2
Investimento .....	143 994,1	104 678,3	190 632,6	345 781,6	235 121,4	1 020 208,0
Dividendos .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Para muitos, estes números bastariam para sustentar a conclusão de que a situação financeira desta empresa tem vindo a melhorar substancialmente, pelo menos se apreciada em termos da sua capacidade para gerar meios financeiros.

Outra é, todavia, a realidade. Apesar dos lucros apurados e dos valores de «autofinanciamento» acima indicados, a nossa empresa A apenas em 1981 conseguiu gerar um fluxo líquido de tesouraria positivo. Os restantes exercícios caracterizaram-se por acentuadas insuficiências de tesouraria ou fluxos gerados insignificantes (1979). Tomando os 5 anos a que se refere a análise no seu conjunto, constatamos que a empresa A contraiu um adicional de 1 657 969 contos em empréstimos bancários, a que foi dado o destino seguinte:

Para cobertura de insuficiências de tesouraria ..	534 239,8
Para investimento .....	1 020 208,0
Para reserva de liquidez .....	103 521,2

Notemos ainda que, de acordo com o quadro n.º 4, o fluxo gerado de tesouraria é determinado após deduzido o valor do investimento de substituição. Não nos tendo sido possível distinguir os valores de investimento de substituição e investimento de expansão a partir dos dados a que tivemos acesso, resulta que os valores que apuramos para o fluxo gerado de tesouraria estão sobreavaliados. Daqui que a situação de tesouraria da empresa A seja pior ainda do que a que transparece do quadro n.º 5.

Este caso concreto da empresa A, por se tratar de uma empresa onde, durante os últimos 5 anos, os lucros coexistiram com fluxos gerados de tesouraria negativos, evidencia bem a influência da gestão do crédito (activo e passivo) e da gestão de *stocks* na liquidez de qualquer empresa. Reside aqui, afinal, o cerne daquilo que geralmente se designa por gestão do «fundo de maneio».

## 2) Empresa B:

Escolhemos para segundo caso concreto uma empresa do sector químico farmacêutico, com um capital social de 90 000 contos em 1976 e 1977, aumentado para 115 000 contos em 1978 e para 370 000 contos em 1981, e com os seguintes valores de vendas nos últimos 6 anos:

1976 .....	869 812,9
1977 .....	1 197 129,8
1978 .....	1 674 092,7
1979 .....	2 313 551,2
1980 .....	2 938 054,3
1981 .....	3 489 932,4

## QUADRO N.º 6

## Empresa B — Fluxos de tesouraria

	1977	1978	1979	1980	1981	Total
Resultados líquidos .....	20 167,7	340,7	42 227,9	20 415,7	35 933,1	119 085,1
+ Dotações para amortizações e reintegrações .....	46 723,1	23 268,6	40 543,2	86 076,2	100 621,1	297 232,2
- Aumento em créditos e existências .....	155 443,0	168 546,4	274 835,7	64 698,2	322 105,2	985 628,5
+ Aumento das dívidas a curto prazo .....	38 456,0	118 924,1	440 705,6	(180 064,3)	199 112,5	617 133,9
= Fluxo gerado de tesouraria .....	(50 096,2)	(26 013,0)	248 641,0	(138 270,6)	13 561,5	47 822,7
Empréstimos a curto prazo .....	389 740,1	65 151,7	(160 254,8)	133 914,1	23 626,5	452 177,6
Empréstimos a longo prazo .....	(292 212,5)	(8 762,5)	(7 323,5)	(2 327,0)	(4 829,9)	(315 455,4)
Aumentos de capital .....	(0,0)	25 000,0	0,0	0,0	(7 283,6)	17 716,4
+ Financiamento líquido .....	97 527,6	81 389,2	(167 578,3)	131 587,1	11 513,0	154 438,6
= Fluxo líquido de tesouraria .....	47 431,4	55 376,2	81 062,7	(6 683,5)	25 074,5	202 261,3
Variação de disponibilidades .....	(31 168,9)	29 169,3	58 046,8	(49 621,4)	(9 745,8)	(3 320,0)
Investimento .....	78 600,3	26 206,9	23 015,9	42 937,9	34 820,3	205 581,3
Dividendos .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Também neste caso as vendas experimentaram, durante os últimos 5 anos, um aumento global a uma taxa (301,5 %) muitíssimo superior ao índice de subida do nível geral dos preços (169,9 %). Por outro lado, os resultados líquidos foram sempre positivos, tendo apenas decaído em 1978 e sofrido em 1980 uma baixa para aproximadamente metade dos resultados do ano precedente.

Os lucros coexistiram, também na empresa B, com valores negativos do fluxo gerado de tesouraria em 1977, 1978 e 1980 (ver quadro n.º 6). Os valores positivos alcançados em 1979 e 1981 permitiram que o período composto pelos últimos 5 anos se saldasse por um fluxo gerado de tesouraria positivo.

Assim, poderíamos resumir o comportamento da empresa B, em termos de tesouraria e durante o período 1977-1981, do modo seguinte. A empresa investiu um total de 205 581,3 contos, financiados como segue:

Por autofinanciamento (FGT) .....	47 882,7
Por financiamento externo .....	154 438,6
Por libertação da reserva de liquidez .....	3 320,0

Notemos que, se utilizássemos o conceito de «autofinanciamento» (ou «cash-flow») que é de uso comum, concluiríamos ser de 416 317,3 contos (lucros mais dotações para amortizações e reintegrações) o valor do autofinanciamento gerado pela exploração da empresa B durante o período em análise, o que, em nossa opinião, traduz uma perigosa sobreavaliação da capacidade de autofinanciamento de uma empresa.

Tal como aconteceu no caso anterior e sucederá ainda nos casos a seguir, não nos foi possível separar os valores do investimento de substituição e do investimento de expansão. Como consequência, os valores de fluxo gerado de tesouraria que obtivemos representam uma estimativa optimista.

### 3) Empresa C:

Como terceiro caso, aliás particularmente elucidativo, temos uma conhecida empresa do sector automóvel, com um capital social de 100 000 contos e um notável crescimento das vendas, cujos valores, desde 1976, foram os seguintes:

1976 .....	1 131 416,0
1977 .....	1 784 772,7
1978 .....	2 186 806,6
1979 .....	3 082 998,0
1980 .....	5 620 813,3
1981 .....	10 690 502,3

## QUADRO N.º 7

## Empresa C — Fluxos de tesouraria

	1977	1978	1979	1980	1981	Total
Resultados líquidos .....	67 636,5	49 696,8	87 414,3	389 335,7	536 236,8	1 130 320,1
+ Dotações para amortizações e reintegrações .....	96 573,0	54 772,2	97 659,3	188 508,3	268 861,7	706 374,5
- Aumento em créditos e existências .....	460 201,1	202 093,1	404 950,3	944 081,4	1 346 391,8	3 357 717,7
+ Aumento das dívidas a curto prazo .....	(55 599,8)	176 354,3	(21 479,5)	357 574,1	521 517,7	978 366,8
= Fluxo gerado de tesouraria .....	(351 591,4)	78 730,2	(241 356,2)	(8 663,3)	(19 775,6)	(542 656,3)
Empréstimos a curto prazo .....	—	—	192 027,9	338 008,4	419 956,5	949 992,8
Empréstimos a longo prazo .....	426 124,6	92 676,8	197 268,8	(12 954,1)	(23 195,2)	(a) 518 801,4
Aumentos de capital .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+ Financiamento líquido .....	426 124,6	92 676,8	389 296,7	325 054,3	396 761,3	1 629 913,7
= Fluxo líquido de tesouraria .....	74 533,2	171 407,0	147 940,5	316 391,0	376 985,7	1 087 257,4
Variação de disponibilidades .....	(1 719,5)	2 214,1	35 867,6	43 187,4	21 610,3	101 159,9
Investimento .....	76 252,7	105 055,4	77 152,9	229 699,6	265 995,4	754 156,0
Dividendos .....	0,0	64 137,5	34 920,0	43 504,0	89 380,0	231 941,5

(a) Valor respeitante ao financiamento obtido em 1977 e 1978 que, por insuficiência de dados, não foi possível decompor em financiamento a curto prazo e financiamento a longo prazo.

Estes números, conjugados com os do «autofinanciamento», medido em moldes convencionais, que acompanharam naturalmente aqueles, sugerem ao observador menos atento uma situação de tesouraria desafogada e a experimentar sensível melhoria.

Contudo, apenas em 1978 a empresa C logrou obter um fluxo gerado de tesouraria positivo (ver quadro n.º 7). Todos os restantes exercícios se caracterizaram por insuficiências de tesouraria cobertas mediante o recurso ao financiamento externo. O período 1977-1981 foi dominado por um aumento de 1 629 913,7 contos nas responsabilidades por empréstimos, a que foi dada a aplicação que segue:

Para cobertura de défices de tesouraria ....	542 656,3
Para investimento .....	754 156,0
Para distribuição .....	231 941,5
Para reserva de liquidez .....	101 159,9

Quer isto dizer que investimento e dividendos distribuídos durante aquele período (e ainda os impostos sobre lucros pagos) foram integralmente financiados por empréstimos bancários.

Uma vez que esta empresa beneficiou de um forte incremento nos seus lucros (sempre positivos) durante o período em análise, a causa para a situação descrita reside nas políticas de crédito e de *stocks* prosseguidas durante os últimos 5 anos. Com efeito, verificamos a partir dos dados que analisamos que as existências sextuplicaram entre 1976 e 1981, enquanto o crédito obtido apenas quadruplicou. Por outro lado, o crédito concedido duplicou (tudo em valores nominais). É, portanto, a chamada gestão do «fundo de maneo» que está em causa nesta empresa, a qual nos parece dever merecer atenção muito cuidada. Caso contrário, mais tarde ou mais cedo, a empresa confrontar-se-á com problemas de liquidez imediata e dificuldades em solver os seus compromissos bancários.

Finalmente, com respeito ao financiamento externo, é notória na empresa C (e, de algum modo, também nas restantes empresas analisadas) uma acentuada distorção na escolha das modalidades de financiamento (curto prazo *versus* longo prazo), enquanto comparadas com a aplicação dada aos capitais obtidos. Assim, estimamos que pelo menos 75 % do financiamento líquido obtido durante os últimos 5 anos proveio de empréstimos a curto prazo, enquanto a quase metade daquele financiamento líquido total foi aplicada em investimentos em activo fixo.

#### 4) Empresa D:

Debrucemo-nos agora sobre os últimos cinco exercícios de uma empresa de construção naval, com um capital social que ascendia inicialmente a 500 000 contos e foi, em 1979, aumentado para 2 000 000 contos.

## QUADRO N.º 8

## Empresa D — Fluxos de tesouraria

	1977	1978	1979	1980	1981	Total
Resultados líquidos .....	(241 979,5)	(546 513,2)	17 724,9	21 443,1	55 255,7	(694 069,0)
+ Dotações para amortizações e reintegrações .....	275 716,5	188 873,2	315 342,1	225 596,2	466 613,9	1 472 141,9
– Aumento em créditos e existências .....	827 722,9	672 363,9	759 132,3	(276 149,7)	799 905,4	2 782 974,8
+ Aumento das dívidas a curto prazo .....	523 881,2	(381 010,2)	610 722,9	(299 433,9)	376 960,7	831 120,7
= Fluxo gerado de tesouraria .....	(270 104,7)	(1 411 014,1)	184 657,6	223 755,1	98 924,9	(1 173 781,2)
Empréstimos a curto prazo .....	500 741,0	1 653 171,0	1 003 093,0	1 196 513,1	709 484,3	5 063 002,4
Empréstimos a longo prazo .....	(67 107,8)	173 816,0	(31 685,5)	345 840,5	(48 793,0)	372 070,2
Aumentos de capital .....	(76 045,7)	0,0	(58 239,4)	(13 000,0)	125 000,0	(22 285,1)
+ Financiamento líquido .....	357 587,5	1 826 987,0	913 168,1	1 529 353,6	785 691,3	5 412 787,5
= Fluxo líquido de tesouraria .....	87 482,8	415 972,9	1 097 825,7	1 753 108,7	884 616,2	4 239 006,3
Varição de disponibilidades .....	(39 985,6)	130 720,1	141 644,4	127 589,7	(180 134,6)	179 834,0
Investimento .....	127 468,4	285 252,8	956 181,3	1 625 519,0	1 064 750,8	4 059 172,3
Dividendos .....	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

A evolução das vendas desta empresa foi a seguinte:

1976 .....	3 089 902,2
1977 .....	4 009 813,1
1978 .....	4 771 125,4
1979 .....	7 047 266,6
1980 .....	7 652 003,8
1981 .....	10 868 339,2

Os resultados apurados foram altamente negativos em 1977 e 1978 mas, de então para cá, passaram a apresentar-se positivos e crescentes.

Os fluxos de tesouraria desta empresa, para os últimos 5 anos, constam do quadro n.º 8, donde se pode extrair conclusões concordantes com as proporcionadas pelos casos anteriores.

Em primeiro lugar, constatamos que, em 1978, como consequência do resultado negativo apurado, mesmo o «autofinanciamento» medido em termos convencionais se apresenta negativo (- 357 740,0 contos). No entanto, mesmo este valor representa uma sobreavaliação, na medida em que o fluxo gerado de tesouraria, aquele que entendemos representar o verdadeiro autofinanciamento, foi de facto muito inferior (- 1 411 014,1 contos).

Apesar de os lucros obtidos de 1979 a 1981 se manterem baixos, a empresa conseguiu obter fluxos gerados de tesouraria positivos. Porém, isto não bastou para recuperar os défices de tesouraria de 1977 e 1978. Assim, para os 5 anos da análise, o comportamento da tesouraria da empresa D foi dominado por um financiamento externo adicional de 5 412 787,5 contos, a que foi dada a seguinte aplicação:

Para cobertura de défices de tesouraria .....	1 173 781,2
Para investimento .....	4 059 172,3
Para reserva de liquidez .....	179 834,0

Tal como já registámos no caso anterior, é notório na empresa D o contraste entre o recurso dominante ao financiamento externo de curto prazo e a aplicação de quase 4/5 do financiamento total obtido em investimentos em activo fixo.

## VI) Conclusão

De tudo o que fica exposto, duas ilações fundamentais podem ser extraídas.

Em primeiro lugar, como indicador da evolução da situação financeira de uma empresa, o fluxo líquido de tesouraria, definido como a soma do fluxo gerado de tesouraria e do financiamento líquido

$$FLT = FGT \pm FL$$

e um conceito claro e relevante que contrasta com a confusão e irrelevância, como base para a análise e a tomada de decisões, do convencional «cash-flow».

Em segundo lugar, a situação e evolução de tesouraria de uma empresa depende de dois factores. O primeiro, de natureza económica, é constituído pelos resultados líquidos da exploração. O segundo, de natureza financeira, é a conjugação das políticas de crédito (activo e passivo) e de *stocks*.

Neste contexto, o financiamento externo é tido como um recurso suplementar destinado ora a suprir insuficiências de tesouraria (situações de *FGT* negativo) ora a reforçar os fluxos gerados de tesouraria no sentido de viabilizar aplicações em vista.

As implicações de ordem prática destas duas conclusões, constatadas na análise dos quatro casos concretos do capítulo anterior, são várias. Passemos a enumerá-las:

- 1) É possível que uma empresa se mantenha numa situação de insuficiência crónica de tesouraria, sem que medidas eficazes sejam tomadas para inverter a tendência, e até que a ruptura se torne inevitável, só porque a realidade é escamoteada por resultados positivos e por estimativas optimistas do autofinanciamento gerado, com base num conceito de «cash-flow» irreal;
- 2) Muitas vezes as entidades financiadoras estarão convencidas de estar a financiar empresas viáveis, económica e financeiramente, porque lucrativas e apresentando valores de «cash-flow» positivos e tidos como suficientes. Contudo, uma análise em termos de fluxos de tesouraria evidenciará que, em não poucos casos, as empresas beneficiadoras de empréstimos bancários não conseguem que a respectiva exploração se financie sequer a si própria. Muito menos poderão tais empresas garantir uma regular amortização das respectivas responsabilidades por empréstimos;
- 3) A informação contabilística tradicional e a análise financeira convencional são de molde a escamotear o facto de muitas empresas financiarem integralmente com capitais alheios os seus novos investimentos, as distribuições de lucros e ainda os pagamentos de impostos sobre lucros;

- 4) O facto de ser possível a coexistência de lucros com fluxos gerados de tesouraria negativos, sendo os lucros líquidos a base de tributação do imposto sobre lucros, permite que impostos sejam pagos por parte de empresas que não dispõem de meios de tesouraria para assegurar tais pagamentos. Daqui que o fisco, através da cobrança do imposto sobre lucros, esteja a «juntar mais uma acha à fogueira» em que se queima a liquidez das empresas em situação de tesouraria auto-insuficiente. Isto leva-nos a sugerir que o resultado líquido contabilístico não é a medida do rendimento disponível das empresas mais adequada para efeitos fiscais (e não só).

Vantagens muito sensíveis poderão, pois, advir da aplicação, na análise financeira e na tomada de decisões financeiras, de um conceito de cash-flow ajustado às raízes do termo, isto é, na acepção de fluxo líquido de tesouraria. Isto implicaria que, à informação contabilística tradicional, se passasse a juntar uma demonstração de fluxos de tesouraria elaborada em moldes idênticos aos do nosso quadro n.º 2, sempre que se disponha de um subsistema contabilístico de movimentos de tesouraria, ou conforme o quadro n.º 4, quando tal subsistema não exista e uma reconstituição a partir da informação tradicionalmente disponível se torne necessária. Nesta última hipótese, sem qualquer alteração de sistemas contabilísticos mas simplesmente através de uma diferente arrumação da informação contabilística tradicional, poderá produzir-se novo tipo de informação de inegável interesse.

**MARQUES, Manuel de Oliveira — Importância do correcto entendimento do conceito de «cash-flow» para a análise e a tomada de decisões financeiras**

**RESUMO:**

A presente conjuntura económica portuguesa, dominada como está por elevadas taxas de inflação e por um défice crónico da balança de pagamentos, contribui por várias formas para que a tesouraria se torne uma área de vital importância da gestão financeira das empresas.

Reveste-se de especial relevo a geração dos meios de tesouraria a partir da própria exploração e a limitação das aplicações de tesouraria à capacidade de auto-financiamento das empresas, acrescida de um recurso equilibrado ao financiamento alheio. Uma atenção cuidada a estes relevantes aspectos da gestão financeira de curto prazo exige a adopção de conceitos claros e ajustados e a criação de instrumentos de informação contabilística que vão ao encontro das necessidades de análise e dos desafios agora impostos à tomada de decisões.

O presente artigo mostra as vantagens que poderão advir da aplicação, na análise e na tomada de decisões financeiras, de um conceito de «cash-flow» fiel às raízes do termo, isto é, na acepção de fluxo líquido de tesouraria. Instrumentos concretos de informação contabilística que veiculem adequadamente o conceito são igualmente sugeridos e aplicados a alguns casos reais.

**MARQUES, Manuel de Oliveira — The importance of a correct meaning of the cash-flow concept in financial management and decision-making.**

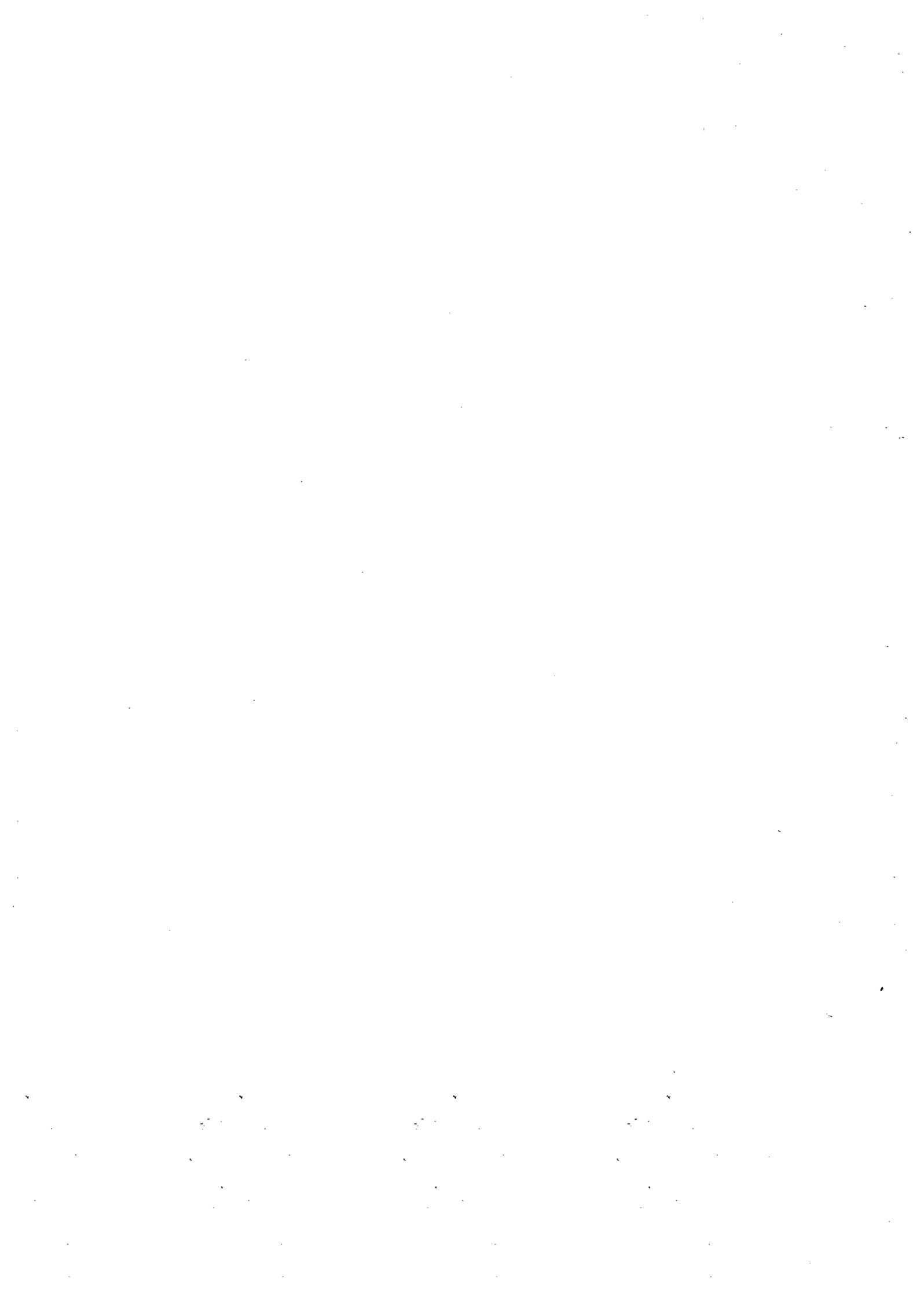
**ABSTRACT:**

The present situation of the Portuguese economy, dominated as it is by high rates of inflation and by a chronic deficit in the balance of payments, is contributing in different ways for cash to become an area of vital importance in corporate financial management.

The generation of cash resources by business itself is specially relevant, as is also the fact that the use of cash should be limited to the self-financing capacity of the firm, enforced by a constrained use of external financing.

A careful consideration of these relevant aspects of short-term financial management requires the adoption of clear and adequate concepts, and the implementation of instruments of accounting information which meet the needs of financial analysis and face the challenges now offered to decision making.

The present article shows the advantages of the application in financial management and decision-making of a concept of cash-flow consistent with the roots of the term, that is, as the firm's periodic net flow of cash. Concrete instruments of accounting information which embody the concept are also suggested and their application tested with some real cases.



## **CHANGING EXTERNAL CONDITIONS AND A PARADIGM SHIFT IN REGIONAL DEVELOPMENT STRATEGIES? (\*)**

*Walter B. Stöhr (\*\*)*

### **1) Introduction**

During the growth period of the quarter of a century following World War II, which frequently is considered as the «upswing» phase of a Kondratieff cycle, regional development policies for the reduction of spatial disparities in living levels were essentially based on the spatial extension of development impulses from highly developed to less developed areas. They aimed at increasing the mobility of commodities and production factors (especially capital, labour and technology), complemented by the improvement of transport and communications networks between centres and their respective hinterlands, as well as by public transfers, infrastructure investment and capital incentives for less developed areas (Stöhr & Tödtling, 1977; Allen & Yuill, 1982). In many countries these instruments were focussed upon specific locations such as «growth centres» or «industrial parks» in order to gain urbanization and agglomeration economies, both for public and private investment.

Particularly in industrialized countries these strategies helped to reduce inter-regional disparities (Molle et al., 1980), although in many cases the spatial extension of development manifested itself primarily in the «spill-over» of existing agglomerations and benefitted above all their immediate hinterland. A major exception was development based on immobile (mainly natural) resources such as peripheral mineral or tourist development. On the whole there existed in Europe during the period up to 1973 a spatial pattern of development in which quantitative and qualitative indicators of development increased with increasing accessibility to markets and existing centres of economic activity (Keeble et al., 1981)<sup>(1)</sup>.

---

(\*) An earlier version of this paper was presented at the Symposium «La Crise Économique et l'Espace», at the Sorbonne, Paris, 26-27.5.1983.

(\*\*) Professor and Director, Interdisciplinary Institute for Urban and Regional Studies, University of Economics, Vienna, Austria.

(1) «In this centre-periphery pattern the peripheral areas (low accessibility potential) were characterized by substantially higher aggregate and youth employment rates, a growing concentration of unemployed young workers, lower output and regional income per head and per employee, proportionally fewer job opportunities in manufacturing and producer services, with a corresponding greater dependence on agriculture and consumer servi-