



## REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 12, n. 1, Jan./Jun, 2020

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 19.12.2018. Revisado por pares em: 04.03.2019. Reformulado em: 01.04.2019. Avaliado pelo sistema double blind review.

DOI: 10.21680/2176-9036.2020v12n1ID16323

**Determinantes dos fluxos de caixa de financiamento: um estudo iniciado sob a ótica da concentração acionária**

**Determinants of financing cash flows: a study started from the point of view of stock concentration**

**Determinantes de los flujos de caja de financiamiento: un estudio iniciado bajo la óptica de la concentración accionaria**

### **Manuela Gonçalves Barros**

Mestra em Controladoria e Contabilidade (FEA-USP/RP). Universidade Federal de Mato Grosso. Endereço: Av. Gov. Dante Martins de Oliveira, 3877, BL F, Apto 310, Carumbé, Cuiabá – Mato Grosso CEP 78.050-700. Telefone: (62) 98233-4965. Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6539633405976565>

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-0325-8106>

E-mail: [manuelagb@hotmail.com](mailto:manuelagb@hotmail.com)

### **Marina Oliveira Gomes**

Graduada em Ciências Contábeis. Centro Universitário Alves Faria. Endereço: Rua da Republica Qd. 08 Lt. 02 Bairro Capuava, Goiânia – Goiás CEP: 74450-390. Telefone: (62) 98445-4419. Identificadores (ID): Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5934164957274594>

Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-9224-6862>

E-mail: [marina-oliveira13@hotmail.com](mailto:marina-oliveira13@hotmail.com)

### **Jéssica Duarte de Andrade Teixeira**

Graduada em Ciências Contábeis. Centro Universitário Alves Faria. Endereço: Rua CP 51 Qd. 69Lt. 18, S/N Conjunto Primavera, Goiânia – Goiás CEP: 74477-242. Telefone: (62) 99199-7035. Identificadores (ID): Lattes: <https://orcid.org/0000-0001-6515-6194>

Orcid: <http://lattes.cnpq.br/3735591931896638>

E-mail: [jessicaduarte\\_16@hotmail.com](mailto:jessicaduarte_16@hotmail.com)

### **Kálita Santos Sá**

Graduada em Ciências Contábeis. Centro Universitário Alves Faria. Endereço: Rua João Máximo Borges Qd.70 Apto 101, Bloco 08, Buena Vista III, Goiânia- Goiás. Telefone: (62) 99823-2547. Identificadores (ID): Lattes: <http://lattes.cnpq.br/5376230421407262>

Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-2788-3483>

E-mail: [kalita.ssantos@gmail.com](mailto:kalita.ssantos@gmail.com)

(Artigo apresentado no XV Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade - 2018)

### Resumo

**Objetivo:** Considerando que a literatura indica uma relação entre a captação de recursos externos com a governança corporativa e também entre a governança corporativa e a concentração acionária, este estudo teve por objetivo verificar se a concentração acionária é um determinante dos fluxos de caixa de financiamento, buscando também identificar o impacto de outras determinantes sobre estes fluxos.

**Metodologia:** A amostra é composta por 284 empresas não financeiras de capital aberto ativas na BM&FBovespa no ano de 2014. Inicialmente, foi utilizada a regressão linear simples, cuja variável dependente foi o fluxo de caixa de financiamento e a variável independente o controle acionário. Para identificar o impacto de outras variáveis determinantes do fluxo de caixa de financiamento, utilizou-se a regressão múltipla, na qual a variável dependente manteve-se a mesma e as variáveis independentes foram: controle acionário, tamanho da empresa, oportunidade de investimento, fluxo de caixa e despesa de capital.

**Resultados:** Verificou-se que a concentração acionária não é um determinante do fluxo de caixa de financiamento, mas que as demais variáveis testadas impactam o referido fluxo com os sinais esperados, com exceção da oportunidade de investimento, para a qual era esperado um efeito negativo, porém verificou-se um efeito positivo. O resultado referente à concentração acionária contraria esperado, pois, com base na literatura, entende-se haver uma relação entre concentração acionária e o nível de governança corporativa, e que quanto maior o nível de governança, maior a facilidade de captar recursos de terceiros.

**Contribuições do Estudo:** O trabalho agrega aos demais estudos relativos aos determinantes do saldo de caixa e dos fluxos de caixa realizados no Brasil, visto não ter sido encontrado, na literatura nacional, trabalho com enfoque nos determinantes dos fluxos caixa de financiamento. Além disso, investigou uma variável que não havia ainda sido indicada como uma possível determinante dos fluxos de financiamento.

**Palavras chave:** Concentração acionária, Fluxo de Caixa de Financiamento, Governança Corporativa.

### Abstract

**Purpose:** Since the literature indicates a relationship between the attraction of external resources to corporate governance and also between corporate governance and shareholder concentration, this study aimed to verify if the stock concentration is a determinant of the financing cash flows, seeking also to identify the impact of other determinants on these flows.

**Methodology:** The sample is composed of 284 publicly traded non-financial corporations active at BM & FBovespa in 2014. Initially, simple linear regression was used, whose dependent variable was the cash flow from financing and the independent variable the share control. In order to identify the impact of other determinants of the financing cash flow, multiple regression was used, in which the dependent variable remained the same and the independent variables were: stock control, company size, investment opportunity, flow of cash and capital expenditure.

**Results:** It was verified that the stock concentration is not a determinant of the financing cash flow, but that the other variables tested impact the said flow with the expected signals, with the exception of the investment opportunity, for which a negative effect was expected, but there was a positive effect. The result regarding the expected share concentration is expected, since, based on the literature, it is understood that there is a relationship between stock concentration and the level of corporate governance, and the higher the level of governance, the greater the ability to raise funds from third parties.

**Contribution of the Study:** The study adds to the other studies related to the determinants of the cash balance and cash flows in Brazil, since the Brazilian literature has not found a work focused on the determinants of cash flow flows. In addition, it investigated a variable that had not yet been indicated as a possible determinant of financing flows.

**Key words:** Equity concentration, Financing Cash Flow, Corporate Governance.

### Resumen

**Objetivo:** Considerando que la literatura indica una relación entre la captación de recursos externos con la gobernanza corporativa y también entre la gobernanza corporativa y la concentración accionaria, este estudio tuvo por objetivo verificar si la concentración accionaria es un determinante de los flujos de caja de financiamiento, buscando también identificar el impacto de otros determinantes sobre estos flujos.

**Metodología:** La muestra está compuesta por 284 empresas no financieras de capital abierto activas en la BM & FBovespa en el año 2014. Inicialmente, se utilizó la regresión lineal simple, cuya variable dependiente fue el flujo de caja de financiamiento y la variable independiente el control accionario. Para identificar el impacto de otras variables determinantes del flujo de caja de financiamiento, se utilizó la regresión múltiple, en la cual la variable dependiente se mantuvo la misma y las variables independientes fueron: control accionario, tamaño de la empresa, oportunidad de inversión, flujo de caja y gasto de capital.

**Resultados:** Se verificó que la concentración accionaria no es un determinante del flujo de caja de financiamiento, pero que las demás variables probadas impactan dicho flujo con las señales esperadas, con la excepción de la oportunidad de inversión, para la cual se esperaba un efecto negativo, pero se observó un efecto positivo. El resultado referente a la concentración accionaria contraria esperado, pues, con base en la literatura, se entiende que existe una relación entre concentración accionaria y el nivel de gobierno corporativo, y que cuanto mayor el nivel de gobernanza, mayor es la facilidad de captar recursos de terceros.

**Contribuciones del Estudio:** El trabajo agrega a los demás estudios relativos a los determinantes del saldo de caja y de los flujos de caja realizados en Brasil, ya que no se ha encontrado, en la literatura nacional, trabajo con enfoque en los determinantes de los flujos caja de financiamiento. Además, investigó una variable que no se había indicado todavía como un posible determinante de los flujos de financiación.

**Palabras clave:** Concentración accionaria, Flujo de Caja de Financiamiento, Gobernanza Corporativa.

## 1 Introdução

Desde aprovação da Lei nº 11.638/07, a apresentação da Demonstração do Fluxo de Caixa para as empresas de capital aberto e para as empresas de capital fechado com patrimônio líquido superior a R\$ 2 milhões tornou-se obrigatória, de modo que tal demonstração passou a compor, com ainda mais afinco, o grupo de informações analisadas pelo mercado (Spadin, 2008).

As informações contidas sobre o fluxo de caixa de uma entidade, apresentadas nas demonstrações contábeis, servem de base para os usuários avaliarem a geração de caixa e equivalentes de caixa, assim como as necessidades de utilização desses fluxos (CPC 03, 2010). Essas informações são de grande importância para os usuários, tanto para que possam tomar decisões econômicas das entidades, quanto para administração financeira, pois estas sustentam a maximização da riqueza dos proprietários (Salazar, 2012).

Segundo Spadin (2008), a DFC como sendo uma demonstração formal e racionalmente organizada do comportamento de caixa e equivalentes de caixa, é um importante instrumento nas tomadas de decisões, visto que os gestores precisam de informações sobre os recursos financeiros para que possam evitar excessos ou insuficiências.

De acordo com Silveira, Perobelli e Barros (2008) os comportamentos e formas de geração de caixa podem estar relacionados à governança corporativa e sua relação com a concentração acionária poderia indicar a necessidade das empresas brasileiras de melhorar seus níveis de governança (Neves & Pinheiro, 2016).

Baseando-se no estudo de Tortoli e Moraes (2016) e considerando a relação da retenção de caixa e do endividamento com a governança corporativa das organizações e a relação desta última com a concentração acionária, esta pesquisa visa responder ao questionamento: **Considerando os determinantes do fluxo de caixa de financiamento já indicados pela literatura, qual o impacto da concentração acionária sobre o comportamento da empresa quanto ao consumo ou geração de caixa por meio deste fluxo?** Sendo assim, o objetivo desta pesquisa é verificar qual o impacto da concentração acionária sobre o comportamento da empresa quanto ao consumo ou geração de caixa por meio do fluxo de caixa de financiamento.

A fim de se alcançar o objetivo geral, buscou-se: a) verificar qual o impacto das variáveis indicadas pela literatura existente sobre os fluxos de caixa de financiamento; e b) indicar, por meio de uma equação, como as variáveis determinantes afetam o comportamento dos fluxos de caixa de financiamento.

Segundo o CPC 03 (2010), a geração de caixa por meio do fluxo de caixa de financiamento advém da integralização de capital, da colocação de títulos a longo prazo (debêntures e equivalentes) e da obtenção de empréstimos. Quanto a estas fontes, Silveira *et al.* (2008) mostram que as empresas com maiores níveis de governança corporativa tendem a ter melhores condições para captação de recursos externos.

Considerando a relação que a literatura indica existir entre a captação de recursos externos com a governança corporativa, propôs-se a investigação da relação da concentração acionária com as decisões de geração de caixa por meio das atividades de financiamentos evidenciadas na demonstração dos fluxos de caixa. Isso porque há na literatura autores que indicam haver relação entre o nível de concentração acionária e também entre o nível de conflitos entre acionistas com a governança corporativa. A exemplo, Dey (2008) indica que, quanto maiores os conflitos de agência, maior o nível de governança corporativa, a fim de

mitigar tais conflitos, enquanto Neves (2015), por um outro ângulo, indica que a melhora na qualidade da governança corporativa tende a diminuir os conflitos entre acionistas.

Já especificamente sobre a concentração acionária, Neves (2015) afirma que a pulverização do capital social, ou seja, a menor concentração de propriedade denota melhora nas práticas de governança corporativa, haja vista que, conforme a autora, em países em que o mercado financeiro é mais evoluído, observa-se este comportamento. Segundo a autora, a alta concentração acionária é um forte indicador de conflito devido a possibilidade de expropriação da riqueza dos acionistas minoritários por parte do controlador.

A contribuição do trabalho encontra-se em agregar aos demais estudos relativos aos determinantes do saldo de caixa e dos fluxos de caixa realizados no Brasil, visto não ter sido encontrado, na literatura nacional, trabalho com enfoque nos fluxos de financiamento, além de investigar uma variável que não havia, ainda, sido indicada como uma possível determinante dos fluxos de caixa de financiamento.

Mostra-se relevante, portanto, ao investigar uma relação possível e ainda não estudada, além de trabalhar outros determinantes que podem influenciar esse indicador segundo a literatura já existente, os quais permitiram avaliar o possível efeito da variável independente de interesse mesmo na presença de outras variáveis.

Esta pesquisa está estruturada em cinco seções, sendo a primeira a introdução, a qual contempla a relevância do tema, o problema de pesquisa, bem como os objetivos gerais e específicos. A segunda seção apresenta o referencial teórico, a terceira destaca a metodologia adotada para realização do trabalho e a quarta aponta os resultados e análise dos dados obtidos. Por fim, na quinta seção estão apresentadas as considerações finais do estudo.

## **2 Revisão da Literatura**

### **2.1 Aspectos gerais sobre a demonstração do fluxo de caixa**

Até a publicação da Lei nº 11.638/07, a demonstração dos fluxos de caixa somente era obrigatória em casos específicos, como para empresas de energia elétrica, por exigência da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), e para empresas participantes do Novo Mercado, por exigência da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA). Com a vigência da referida lei, a obrigatoriedade passou a ocorrer para todas as companhias abertas e também para as companhias fechadas com patrimônio líquido, na data do balanço, superior a R\$ 2 milhões. Sua regulamentação aconteceu em agosto de 2008, por meio da Deliberação n.º 547 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que adotou o Pronunciamento Técnico 03 pelo CPC.

Assim como no Brasil, em outros países a DFC veio para substituir a Demonstração das Origens e Aplicação de Recursos (DOAR). Na DOAR os financiamentos eram representados pela origem de recursos e os investimentos pelas aplicações desses recursos, sendo que não se restringiam somente ao dinheiro e disponibilidades e sim ao capital circulante líquido (Macedo, Machado, Murcia & Machado, 2011).

De acordo com Martins, Gelbcke, Santos e Iudícibus (2013), a DFC deve apresentar informações relevantes sobre os pagamentos e recebimentos, em dinheiro, de determinado período e quanto de dinheiro entrou e saiu do caixa. Essas informações, conforme os autores, permitem várias avaliações por parte dos usuários sobre a empresa, entre elas: sua capacidade de gerar futuros fluxos líquidos positivos de caixa; sua capacidade de honrar seus compromissos, inclusive de pagar dividendos e regressar empréstimos obtidos; a situação de

liquidez, de solvência e de maleabilidade financeira; o índice de transformação do lucro em caixa; e os efeitos das transações de investimento e financiamento sobre a posição financeira da empresa.

Segundo Matarazzo (2010) os principais objetivos da DFC são avaliar as possibilidades de investimentos; avaliar e controlar as decisões importantes tomadas na empresa ao longo do tempo e que tenham reflexos monetários; avaliar e controlar as situações presente e futura do caixa na empresa, buscando evitar problemas de liquidez; e administrar a aplicação dos excessos momentâneos de caixa.

Para que a DFC atinja sua finalidade, alguns requisitos devem ser adotados: evidenciar o efeito das transações de caixa separado por atividades, sendo elas operacionais, de investimento e de financiamento, nessa ordem; evidenciar separadamente, em Notas Explicativas, as transações de investimento e financiamento que afetam a situação patrimonial, mas não impactam de forma direta os fluxos de caixa; e conciliar o resultado líquido com o caixa gerado ou consumido nas atividades operacionais (Martins *et al.*, 2013).

## 2.2 Classificação dos movimentos de caixa por atividade

Como foi visto, para a elaboração da DFC devem ser apresentados os fluxos de caixa do período classificados em três atividades: operacionais, de investimento e de financiamento. Segundo CPC 03 (2010) essa classificação permite que os usuários possam avaliar o impacto das atividades por meio da posição financeira e o montante de seu caixa e equivalentes de caixa.

Dentre as classificações dos fluxos de caixa em operacional, investimento e financiamento, sabe-se que algumas classificações demandam julgamento. A exemplo, temos a classificação dos dividendos e dos juros sobre o capital próprio pagos, que segundo CPC 03 (2010), podem ser classificados como atividade de financiamento, quando considerados como custos de obtenção de recursos financeiros, ou como atividade operacional, a fim de auxiliar os usuários a determinar a capacidade de a entidade pagá-los utilizando-se dos fluxos operacionais. Já os juros e os juros sobre o capital próprio recebidos, podem ser classificados como operacionais, já que entram na determinação do lucro ou prejuízo, porém, juntamente com os dividendos recebidos, podem ser classificados como fluxos de investimento, por serem considerados retornos sobre investimentos. Também, os juros pagos podem ser classificados como atividade operacional, novamente auxiliando os usuários a determinar a capacidade de a entidade pagá-los utilizando-se dos fluxos operacionais; ou podem ser classificados como fluxos de caixa de financiamento, já que são custos de obtenção de recursos financeiros.

No fluxo de caixa operacional, as atividades são os recursos formados pela empresa por meio das principais atividades geradoras de receita da entidade, utilizando os elementos relacionados com a Demonstração do Resultado do Exercício e com o Balanço Patrimonial, com operações ligadas às receitas, custos e despesas. A Tabela 1, a seguir, apresenta exemplos de fluxos de caixa das atividades operacionais:

**Tabela 1***Exemplos de fluxos de caixa atividade operacional*

| <b>Entrada de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>   | <b>Saída de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>  |
|---|--|
| Recebimentos de caixa pela venda de mercadorias e pela prestação de serviços.   | Pagamentos de caixa a fornecedores de mercadorias e serviços.  |
| Recebimentos de caixa decorrentes de royalties, honorários, comissões e outras receitas.  | Pagamentos de caixa a empregados ou por conta de empregados.   |
| Recebimentos de caixa por seguradora de prêmios e sinistros, anuidades e outros benefícios da apólice.  | Pagamentos de caixa por seguradora de prêmios e sinistros, anuidades e outros benefícios da apólice.   |
| Restituição de caixa de impostos sobre a renda, a menos que possam ser especificamente identificados com as atividades de financiamento ou de investimento. | Pagamentos de caixa de impostos sobre a renda, a menos que possam ser especificamente identificados com as atividades de financiamento ou de investimento. |
| Recebimentos de caixa de contratos mantidos para negociação imediata ou disponíveis para venda futura.  | Pagamentos de caixa de contratos mantidos para negociação imediata ou disponíveis para venda futura.   |

**Fonte:** Adaptado do CPC 03 (2010).

Essas entradas e saídas de caixa e equivalentes de caixa, de acordo com Martins *et al.* (2013), estão relacionadas à produção e entrega de bens e serviços e aos eventos que não sejam definidos como atividades de investimento e financiamento.

No fluxo de caixa de investimento as atividades são as transações que fazem parte do ativo não circulante do Balanço Patrimonial. São as aquisições e vendas de ativos de longo prazo e outros investimentos que compõem gastos propostos a gerar receitas futuras e que não estão incluídos nos equivalentes de caixa e, também, de ativos que não estão destinados à revenda.

Com base no CPC 03 (2010), os exemplos apresentados na Tabela 2 representam fluxos de caixa advindos das atividades de investimento.

**Tabela 2***Exemplos de fluxos de caixa atividades de investimento*

| <b>Entrada de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>   | <b>Saída de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>  |
|---|--|
| Recebimentos de caixa resultantes da venda de ativo imobilizado, intangíveis e outros ativos de longo prazo.  | Pagamentos em caixa para aquisição de ativo imobilizado, intangíveis e outros ativos de longo prazo. Esses pagamentos incluem aqueles relacionados aos custos de desenvolvimento ativados e aos ativos imobilizados de construção própria.   |
| Recebimentos de caixa provenientes da venda de instrumentos patrimoniais ou instrumentos de dívida de outras entidades e participações societárias em joint ventures (exceto aqueles recebimentos referentes aos títulos considerados como equivalentes de caixa e aqueles mantidos para negociação imediata ou futura).  | Pagamentos em caixa para aquisição de instrumentos patrimoniais ou instrumentos de dívida de outras entidades e participações societárias em joint ventures (exceto aqueles pagamentos referentes a títulos considerados como equivalentes de caixa ou aqueles mantidos para negociação imediata ou futura). |
| Recebimentos de caixa pela liquidação de adiantamentos ou amortização de empréstimos concedidos a terceiros (exceto aqueles adiantamentos e empréstimos de instituição financeira); (g) pagamentos em caixa por contratos futuros, a termo, de opção e swap, exceto quando tais contratos forem mantidos para negociação imediata ou futura, ou os pagamentos forem classificados como atividades de financiamento. |  |
| Recebimentos de caixa por contratos futuros, a termo, de opção e swap, exceto quando tais contratos forem mantidos para negociação imediata ou venda futura, ou os recebimentos forem classificados como atividades de financiamento.   | Adiantamentos em caixa e empréstimos feitos a terceiros (exceto aqueles adiantamentos e empréstimos feitos por instituição financeira).  |

**Fonte:** Adaptado do CPC 03 (2010).

Na Tabela 2, as entradas de caixa e equivalentes de caixa são provenientes do recebimento das vendas de itens do ativo não circulante, liquidação de adiantamentos e outros, enquanto que as saídas são provenientes da aquisição de ativos, instrumentos patrimoniais e adiantamentos.

O fluxo de caixa de financiamento refere-se às atividades que envolvem a obtenção de recursos para a empresa, ou seja, diz respeito aos tipos de financiamento adquiridos pela entidade, os quais provocam modificações nos exigíveis de curto e longo prazo e no patrimônio líquido que afetam o caixa. Esses recursos podem ser oriundos de terceiros ou dos próprios proprietários das empresas (Braga & Marques, 2001).

Na Tabela 3 são apresentados, com base no CPC 03 (2010), exemplos de fluxos de caixa advindos das atividades de financiamento.

### Tabela 3

#### *Exemplos de fluxos de caixa atividades de financiamento*

| <b>Entrada de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>  | <b>Saída de Caixa e Equivalentes de Caixa</b>  |
|--|--|
| Caixa recebido pela emissão de ações ou outros instrumentos patrimoniais.  | Pagamentos em caixa a investidores para adquirir ou resgatar ações da entidade.  |
| Caixa recebido pela emissão de debêntures, empréstimos, notas promissórias, outros títulos de dívida, hipotecas e outros empréstimos de curto e longo prazo. | Amortização de empréstimos e financiamentos.<br>Pagamentos em caixa pelo arrendatário para redução do passivo relativo a arrendamento mercantil financeiro |

**Fonte:** Adaptado do CPC 03 (2010).

Como é de se observar, tais fluxos resultam em mudanças no tamanho e na composição do capital próprio e do capital de terceiros da entidade, relacionando-se com os empréstimos de credores e investidores à mesma.

## 2.3 Relação entre estrutura de propriedade e controle

De acordo com Neves e Pinheiro (2016), a concentração de poder, que está relacionada com o controle e com a propriedade das empresas, pode ser apontada como a principal causa de conflitos entre grupos de acionistas, tanto controladores quanto minoritários.

No Brasil, a maior parte das organizações nacionais possui concentração de propriedade e controle (Tortoli & Moraes, 2016) e, conforme os resultados encontrados por Leal, Silva e Valadares (2002), observa-se que, no país, há um elevado grau de concentração do capital votante e que, mesmo nos casos em que não há um único acionista controlador, a empresa é normalmente controlada por seus três maiores acionistas, sendo que o maior acionista possui uma parte significativa dos direitos sobre o voto.

Segundo Marques, Guimarães e Peixoto (2015), é notável a atenção dada pela pesquisa, no Brasil e no mundo, à concentração acionária. Entre esses estudos, segundo os autores, há, por exemplo, os que têm dado aos efeitos da estrutura de propriedade e de controle sobre o valor de mercado das empresas e que abrangem o efeito incentivo e o efeito entrincheiramento. Tal como colocado pelos autores, enquanto o efeito incentivo consiste no crescimento do valor de mercado das empresas a medida em que aumentam os direitos do acionista controlador sobre o fluxo de caixa, o efeito entrincheiramento reflete a diminuição do valor de mercado das empresas quando o acionista controlador possui menos direitos sobre o fluxo de caixa. Sobre a concentração de propriedade, Claessens, Djankov, Fan e Lang (2002), como citado em Marques, Guimarães e Peixoto (2015, p. 102) verificaram que nos países em que há maior



concentração o conflito entre acionistas controladores e minoritários destaca-se entre os conflitos de agência.

Entre os estudos feitos acerca da concentração de propriedade e suas implicações, Neves e Pinheiro (2016), identificaram que há uma influência significativa e positiva do indicador “concentração acionária” sobre o conflito de agência, indicando, assim, que quanto maior a concentração acionária nas mãos dos acionistas controladores e menor a quantidade de ações em circulação, maior o conflito.

Com respeito à concentração acionária e seus efeitos sobre a gestão do saldo de caixa e sobre os conflitos de agência, Tortoli e Moraes (2016) demonstram que, quando se trata dos três maiores acionistas, há uma influência na gestão no sentido de os controladores criarem incentivos aos gestores para que estes mantenham maiores níveis de caixa, agindo, assim, em favor dos interesses dos controladores. Já quando se trata dos sete maiores acionistas, conforme os autores, verifica-se uma redução do saldo de caixa, a qual pode ser justificada pelas boas práticas de governança corporativa, que mantêm níveis mínimos de caixa diminuindo, assim, os conflitos de agência.

#### **2.4 Relação entre o saldo de caixa mantido pelas empresas e a governança corporativa**

Não por acaso, o saldo de caixa das organizações é motivo de preocupação e constantemente alvo de investigação no meio científico. Isso porque um desequilíbrio de caixa pode fazer com que as empresas desperdicem oportunidades de investimentos, além de poder expor a empresa a custos de transação excessivos para levantamento de fundos se outras fontes de financiamento não estão disponíveis ou são excessivamente caras à empresa (Garrison, Noreen & Brewer, 2007). Já um bom gerenciamento de caixa, segundo os autores, auxilia para uma melhor gestão financeira, de modo a facilitar a operação das organizações em mercados de capitais imperfeitos e contribuir para uma longa continuidade da empresa.

Vários estudos têm sido realizados no sentido de investigar a relação do saldo de caixa mantido pelas empresas com a governança corporativa e também com os conflitos de agência. Segundo Avelar, Boina, Cunha e Souza (2015), os conflitos de agência podem influenciar nos saldos de caixa, pois os gestores podem ter incentivos para manter reservas de caixa, para terem maior poder de decisão, aliando as decisões aos seus próprios interesses. Ainda, Tortoli e Moraes (2016) evidenciam que a governança corporativa é um possível determinante do saldo de caixa, no sentido de que quanto mais práticas de governança são tomadas, as empresas mantêm níveis menores de caixa como assecuração para que os gestores não atuem em favor do seu próprio interesse, implicando assim na redução dos conflitos de agência. Também, Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) apresentam evidências que no sentido de que, em países com maiores problemas de agência, as empresas detêm mais caixa.

É de se notar a constantemente lembrada relação entre a governança corporativa e os conflitos de agência. Conforme indicado por Colombo e Galli (2012), as práticas de governança são uma forma de melhorar o desempenho da empresa, de modo que estas garantam aos acionistas o retorno sobre seu investimento, protegendo os direitos de todas as partes relacionadas em um negócio, visando aumentar o valor da empresa e viabilizar o acesso ao capital de terceiros.

Ao considerar a governança corporativa como forma de os acionistas assegurarem o retorno sobre seu investimento Sonza e Kloechner (2014), abordam duas medidas, sugeridas por Tirole (2006), para que o conflito de interesses entre agente e principal seja dirimido: 1) os incentivos aos executivos e 2) o monitoramento. A primeira delas refere-se, em especial, aos

bônus e compensações baseadas em ações, já que neles são observadas as variações no salário dos executivos conforme o desempenho da empresa, e também ao uso de incentivos implícitos. Neste contexto, revela-se que um maior nível de remuneração total dos executivos faz com que estes busquem mais incentivos para ter uma maior eficiência da empresa. Isso mostra que os executivos que possuem mais ações e que têm opções na empresa também têm maiores incentivos para alcançarem a eficiência, evidenciando uma situação positiva (Sonza & Kloechner, 2014).

A segunda medida sugerida por Tirole (2006) refere-se ao monitoramento realizado pelos diversos agentes externos, sendo que o autor destaca os conselheiros como os responsáveis pelo monitoramento da gestão da empresa em prol dos acionistas (Sonza & Kloechner, 2014). Para Sonza e Kloechner (2014), inclusive, o envolvimento de conselheiros independentes no conselho da empresa como um todo é normalmente relacionado a uma maior proteção aos acionistas.

## 2.5 Aumento do saldo de caixa por meio de capital de terceiros

Segundo Kayhan e Titman (2007), quanto mais lucrativa a empresa, menos recursos de terceiros ela tende a captar. A ideia é que, como as empresas lucrativas têm maior capacidade de acumular lucros, elas podem utilizar estes lucros acumulados a fim de financiar novos investimentos, de modo a incorrer em dívidas somente quando seus recursos internos estiverem acabando (Loncan & Caldeira, 2014). Nesse mesmo sentido, Loncan e Caldeira (2014) colocam que é provável que a utilização de dívidas também seja negativamente relacionada a maiores fluxos de caixa.

Ainda, segundo Loncan e Caldeira (2014), a contratação de dívidas, em suas diversas formas, implica na assunção de custos referentes a essa opção, os quais demandam pagamentos futuros em caixa e, conseqüentemente, a redução dos níveis de caixa disponíveis para gastar com despesas gerais. Porém, os autores afirmam que, se o financiamento para captação desses recursos permite a possibilidade de investimentos financiados com tal dívida que gerem maiores retornos que o próprio valor nominal do financiamento, isso terá um efeito positivo para o fluxo de caixa.

Considerando que as empresas com maiores níveis de governança tendem a ter melhores condições para captação de recursos externos, isso mostra que a qualidade da governança corporativa pode influenciar nas decisões de financiamento (Silveira *et al.*, 2008). Nesse sentido, o mesmo autor afirma ainda que essas empresas possuem melhores oportunidades de financiamento dos projetos, devido às melhores condições para tomada de recursos de terceiros a longo prazo e à emissão de ações.

Costa, Viana, Domingos e Pontes (2016) verificaram a relação entre o endividamento e a qualidade da governança corporativa. Os autores afirmam que, quanto menor a assimetria informacional, maior a quantidade de recursos externos, o que pode ser explicado pelas boas práticas de governança corporativa. No entanto, quanto ao endividamento, David, Nakamura e Bastos (2009) colocam que as empresas se endividam até o ponto em que seus financiamentos possuem benefício fiscal e este é compensado pelo valor presente dos custos, ou seja, a vantagem é tributária e as despesas com juros são redutoras do imposto sobre a renda.

Costa *et al.* (2016), explicam que as empresas preferem utilizar recursos de forma hierárquica, buscando primeiro os recursos internos, que são os recursos próprios, e depois buscam os recursos externos, por meio do endividamento ou lançamento de ações. Segundo os autores, quando as empresas decidem se financiar com capital próprio, estas reservam todos os

seus fluxos de caixa para os acionistas, porém quando se endividam ou lançam ações na bolsa, os seus fluxos de caixa são divididos em duas partes, uma destinada a credores, sendo mais segura, e a outra aos acionistas, com mais riscos.

## 2.6 Fatores de impacto no caixa

De acordo com Tortoli e Moraes (2015), nas organizações existem vários motivos que fazem com que elas mantenham determinados valores em caixa. Deste modo, é necessário fazer as escolhas corretas entre manter valores mínimos em caixa para assumir diversos compromissos ou optar por financiamentos externos (Tortoli & Moraes, 2015).

As variáveis que podem impactar no caixa, conforme Tortoli e Moraes (2015), e também justificadas por outros autores, estão descritas a na Tabela 4, a seguir:

**Tabela 4**  
*Variáveis que Impactam no Caixa*

| Variável                 | Descrição   |
|--------------------------|---|
| Pagamento de dividendos  | As empresas que optam por pagar dividendos tendem a correr menos riscos, pois o acesso ao mercado acionário é mais vasto e por isso não necessitam concentrar saldo em caixa como cautela, já que podem adquirir recursos a um valor menor (Bates, Kahle & Stulz, 2009, como citado em Tortoli & Moraes, 2015, p. 4). Ferreira e Vilela (2004) também afirmam ser esperado que empresas que pagam dividendos mantenham menos caixa que as que não pagam.  |
| Governança Corporativa   | Empresas com boas práticas de governança corporativa tendem a manter saldos mínimos de caixa (Jensen, 1986, como citado em Tortoli & Moraes, 2015, p. 4).   |
| Tamanho da empresa       | Para pequenas empresas, a captação de recursos externos é mais cara, incentivando-as a manter mais dinheiro em caixa, de modo que espera-se uma relação negativa entre as variáveis (Ferreira & Vilela, 2004).  |
| Nível de Ativos Líquidos | Empresas que possuem mais ativos líquidos tendem a manter menos dinheiro em caixa, já que, na falta de dinheiro em caixa, aqueles podem ser liquidados (Ferreira & Vilela, 2004).   |
| Despesas de Capital      | Espera-se uma relação negativa entre as despesas de capital e o saldo de caixa (Opler, Pinkowitz, Stulz & Williamson, 1999, como citado em Tortoli & Moraes, 2015, p. 5)  |
| Maturação da dívida      | Apesar de sua influência sobre a retenção de caixa não ser considerada clara, pode-se dizer que controladas outras variáveis, a maturação da dívida é relacionada de forma negativa com a retenção de caixa (Ferreira & Vilela, 2004). No entanto, Barclay e Smith (1995), como citado em Ferreira e Vilela (2004, p. 299), colocam que é esperado que as empresas com mais alta classificação de crédito, que têm melhor acesso a empréstimos, tenham menos dinheiro por razões de precaução, o que faria com que o vencimento da dívida fosse positivamente relacionado ao caixa. |
| Endividamento            | Segundo Loncan e Caldeira (2014), assim como espera-se que empresas com maiores lucros acumulados os utilizem a fim de financiar novos investimentos, é provável que a utilização de dívidas também seja negativamente relacionada a maiores fluxos de caixa. Também, segundo Ferreira e Vilela (2004), espera-se que a utilização de dívidas leva a um maior consumo de caixa do sentido de as empresas usarem o caixa para a redução dessas dívidas.  |
| Fluxo de caixa           | Quanto maiores os fluxos de caixa das empresas, mais caixa é retido pelas mesmas, de modo que, quando os fluxos de caixa operacionais são suficientes para financiar novos investimentos, as empresas pagam a dívida e acumulam caixa (Ferreira & Vilela, 2004). Também para Jensen (1986), como citado em Tortoli e Moraes (2015, p. 5), o caixa em excesso propicia um risco menor e maior poder discricionário aos gestores, o que favorece a retenção do mesmo.   |
| Alavancagem Financeira   | Na proporção em que a alavancagem financeira cresce, aumenta-se o custo de oportunidade de acumular caixa, o que leva à redução dos níveis de caixa (Kim, Mauer & Sherman, 1998, como citado em Tortoli & Moraes, 2015, p. 4).  |

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| Oportunidades de Investimento | Quando as oportunidades de investimentos são maiores, os gestores são incentivados a manter dinheiro em caixa a fim de evitar a perda de investimentos importantes devido a falta de caixa (Jensen, 1986, como citado em Tortoli & Morais, 2015, p. 4). |
| Captações Passivas via BNDES  | Por ser uma forma de captar recursos é considerado um endividamento, de modo a se esperar uma relação negativa com o saldo de caixa (Tortoli & Morais, 2015).   |

**Fonte:** *Elaboração própria.*

A tabela apresentada indica variáveis que impactam o saldo de caixa das empresas, sendo elas: o pagamento de dividendos, a governança corporativa, o tamanho da empresa, o nível de ativos líquidos, as despesas de capital, a maturação da dívida, o endividamento, a alavancagem financeira, as oportunidades de investimento e as captações passivas via BNDES, todas elas apresentadas de forma a indicar, com base na literatura, se espera-se que o saldo de caixa seja influenciado positiva ou negativamente.

### 3 Procedimentos Metodológicos

#### 3.1 Estratégia e método da pesquisa

A presente pesquisa traz uma abordagem empírica quantitativa, visto que foi dado tratamento e feita a análise estatística dos dados. Quanto à estratégia, utilizou-se a análise de dados secundários, provenientes da base de dados Economática®.

#### 3.2 Definição das variáveis e técnica de análise de dados

Segundo Fávero (2015), com o passar do tempo, a técnica de regressão passou a ser mais estudada e aplicada em vários campos de conhecimento e, a partir do século XX, surgiram novos e mais complexos modelos de regressão, no entanto os modelos de regressão simples e múltiplas são os mais utilizados.

Para este estudo foi utilizado, inicialmente, o modelo de regressão simples em que é inserida apenas uma variável explicativa, ou seja, independente, para analisar o comportamento do fenômeno em estudo. Como variável dependente, foi utilizada a variável fluxo de caixa de financiamento que é o objeto principal desse estudo e, como variável independente, a concentração acionária que é a variável explicativa para a variável dependente.

A variável fluxo de caixa de financiamento (FINCASH) foi calculada conforme segue:

$$\text{FINCASH} = \frac{\text{Fluxo de Caixa de Financiamento do período}}{(\text{Ativo Total} - \text{Caixa e Equivalentes de Caixa})} \quad (1)$$

A Equação 2, a seguir, mostra o modelo de regressão simples apresentado por Fávero (2015):

$$\hat{Y}_i = \alpha + \beta.X_i \quad (2)$$

Segundo Fávero (2015, p. 22), “ $\hat{Y}_i$  representa o valor previsto da variável dependente, que será obtido por meio do modelo estimado para cada observação  $i$ , e  $\alpha$  e  $\beta$  representam, respectivamente, os parâmetros estimados do intercepto e da inclinação do modelo proposto”.

Para complementar esse estudo, foram trazidas outras variáveis, além da concentração acionária, principal variável de interesse, as quais Tortoli e Moraes (2016) apresentaram como

determinantes do saldo de caixa, mas que poderiam, conforme verificado na literatura preexistente, afetar os fluxos de caixa de financiamento. A inclusão de tais variáveis, selecionadas de acordo com o objetivo do trabalho, foi importante, não apenas a fim de se verificar qual o seu impacto sobre os fluxos de caixa de financiamento mas também como forma de avaliar o possível efeito da concentração acionária mesmo na presença de outras variáveis.

As variáveis adicionadas à análise foram: tamanho da empresa, oportunidades de investimento, fluxo de caixa e despesas de capital, as quais foram selecionadas a partir de Tortoli e Moraes (2016), de Ferreira e Vilela (2004) e literatura prévia.

O modelo de regressão utilizado para analisar o nível de explicação do fluxo de caixa financiamento pelas mesmas foi a regressão múltipla, que consiste na inclusão de mais de uma variável explicativa para o fenômeno estudado (Fávero, 2015). Diante disso, o mesmo foi utilizado para verificar o comportamento das variáveis independentes, além da concentração acionária, apresentadas na Tabela 5, em relação ao fluxo de caixa de financiamento.

**Tabela 5**  
*Variáveis Independentes*

| Descrição                     | Variável | Fórmula   | Efeito Esperado |
|-------------------------------|----------|---|-----------------|
| Tamanho da Empresa            | TAM      | LN(ativo total)   | (+)             |
| Oportunidades de Investimento | INV      | (ativo circulante - passivo circulante) ÷ (ativo total - caixa e equivalentes de caixa) | (-)             |
| Fluxo de Caixa*               | FLCX     | (lucro líquido anterior à depreciação) ÷ (ativo total - caixa e equivalentes de caixa)  | (-)             |
| Despesas de Capital           | CAPEX    | (despesas de capital) ÷ (ativo total - caixa e equivalentes de caixa)                   | (+)             |

*Nota.*\*Variável adaptada do estudo de Tortoli e Moraes.

**Fonte:** Adaptado de Tortoli e Moraes (2016).

A seleção da variável tamanho da empresa se justifica pelo fato de que empresas maiores têm maior facilidade para captação de recursos de terceiros, já que apresentam menor probabilidade de estar em dificuldades financeiras, enquanto que para as empresas menores obter recursos é relativamente mais caro (Ferreira & Vilela, 2004). Além disso, o próprio tamanho da empresa serve de forte garantia do serviço da dívida ou do pagamento residual nos casos de liquidação, o que faz com que empresas de maiores normalmente tenham maior dependência de dívidas (Rajan & Zingales, 1995). Com isso, espera-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa com o fluxo de caixa de financiamento.

A variável fluxo de caixa, cujo cálculo é composto pelo lucro líquido anterior a depreciação, é justificada porque quanto mais lucrativa a empresa, menos recursos de terceiros são captados (Kayhan & Titman, 2007). Ainda, de acordo com Ferreira e Vilela (2004), empresas com alto fluxo de caixa, tendo dinheiro para investir, não necessitam levantar fundos externos, o que indica um efeito negativo esperado sobre o fluxo de caixa de financiamento. A variável original, apresentada em Tortoli e Moraes (2016), foi adaptada, de modo que não foi feito o ajuste para o lucro “após juros” e “após dividendos” devido à dificuldade de acesso aos dados, o que se apresenta como uma limitação da variável.

A variável oportunidade de investimento foi utilizada porque, quando as empresas têm dinheiro disponível para investir, mostram que não haverá necessidade de adquirir recursos de terceiros (Jensen, 1986, como citado em Tortoli & Moraes, 2015, p. 6). Isso indicaria que, quanto maior a oportunidade de investimento, menor é o fluxo de caixa de financiamento,

evidenciando um efeito negativo esperado. Além disso, conforme Ferreira e Vilela (2004), na falta de caixa disponível, oportunidades de investimento lucrativas demandariam financiamentos externos mais dispendiosos, caso contrário haveria a renúncia de tais oportunidades.

Por fim, quanto a variável despesas de capital, espera-se um efeito positivo com o fluxo de caixa de financiamento, pois, se estas forem contraídas para aquisição de imobilizado, estes podem ser dados como garantia para aquisição de empréstimos, podendo assim, aumentar a capacidade de endividamento (Riddick & Whited, 2009, como citado em Tortoli & Moraes, 2015 p. 5).

A equação 3, a seguir define o comportamento previsto do fluxo de caixa de financiamento a partir das variáveis sugeridas.

$$FINCASH = \alpha + \beta_1.CAPEX + \beta_2.INV + \beta_3.TAM + \beta_4.FLCX + u, \quad (3)$$

A variável dependente FINCASH representa o fluxo de caixa de financiamento,  $\alpha$  representa o intercepto (coeficiente linear),  $\beta_1$ ,  $\beta_2$ ,  $\beta_3$  e  $\beta_4$  são os coeficientes de cada variável, CAPEX, INV, TAM e FLCX são as variáveis explicativas e  $u$ , é o termo de erro, representando possíveis variáveis  $X$  que não foram inseridas no modelo e que seriam boas candidatas a explicativas para o fluxo de caixa de financiamento.

Considerando que a existência de multicolinearidade introduz erros grosseiros no resultado da regressão, prejudicando a previsão da variável dependente, para que não fosse comprometido o ajuste do modelo, foi realizada a análise de multicolinearidade, sendo que foi utilizado o *Variance Inflation Factor* (VIF). A partir da análise dos resultados do *Variance Inflation Factor*, verificou-se que, para todas as variáveis incluídas no modelo, foi obtido um  $VIF < 2$ , o que indica a não existência de colineariedade entre as mesmas.

### 3.3 Indicador de concentração acionária

Para o cálculo da concentração acionária, que busca medir o controle acionário das empresas em estudo, foram utilizadas as porcentagens cumulativas das ações com direito a voto de um (1) aos dez (10) maiores acionistas sobre o total das ações com direito a voto, permitindo, assim, que sejam apresentadas nas equações 3 e 4, a seguir, as porcentagens cumulativas CONT\_ACION\_3 e CONT\_ACION\_7, que representam a participação percentual cumulativa dos três e sete maiores acionistas nas ações com direito a voto das empresas encontradas.

$$CONT\_ACION\_3 = (\text{participação percentual cumulativa dos três maiores acionistas nas ações com direito a voto} \div \text{total de ações com direito a voto da companhia}). \quad (4)$$

$$CONT\_ACION\_7 = (\text{participação percentual cumulativa dos sete maiores acionistas nas ações com direito a voto} \div \text{total de ações com direito a voto da companhia}). \quad (5)$$

As variáveis CONT\_ACION\_3 e CONT\_ACION\_7 foram selecionadas pois, assim como em Tortoli e Moraes (2016), foram as que apresentaram maior frequência de correlação com as demais variáveis de controle acionário no período estudado. As informações relativas ao controle acionário são provenientes da base de dados Economática® e são relativas às ações que concedem direito a voto.

### 3.4 Composição e estatísticas descritivas da amostra

A amostra é composta pelas empresas não financeiras ativas na BM&FBOVESPA, cujos dados foram extraídos da base Economatica®, e o período de análise é o ano de 2014. As empresas do setor financeiro foram excluídas em função de suas características específicas (demonstrativos contábeis elaborados conforme Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional [COSIF], com o objetivo de uniformizar os registros e a consolidação das informações pelas instituições financeiras) e o período de análise foi escolhido devido ao estudo buscar complementar a pesquisa de Tortoli e Moraes (2016) que trouxe o efeito da concentração acionária sobre o saldo de caixa.

Para a análise do impacto da concentração acionária sobre o saldo do fluxo de caixa de financiamento, foi utilizada a análise de regressão simples, que segundo Fávero (2015), consiste na realização de uma análise estatística, ou seja, obtenção de uma equação cujo objetivo é explicar como se comporta a relação entre a variável independente com a variável dependente.

Da amostra inicial, que totalizou 344 empresas, foram excluídas 29 empresas que não apresentavam valor em uma das variáveis. Na sequência, foram excluídas mais 12 empresas por estas não apresentarem o dado de percentual de controle. Por fim, foi feita a exclusão de mais 19 empresas, por apresentarem características de *outliers*, que podem causar distorções no resultado. Para isso, utilizou-se o método *Z-Score*, calculando 3 (três) desvios-padrão, tanto para cima quanto para baixo. Após todas as exclusões, a amostra final foi composta por 284 empresas.

Na Tabela 6, a seguir, estão apresentadas as estatísticas descritivas das 284 empresas da amostra.

**Tabela 6**  
*Estatísticas Descritivas das Variáveis no ano de 2014*

| Descrição                       | Variável     | Média   | Mediana | Mínimo   | Máximo   | Desvio Padrão |
|---------------------------------|--------------|---------|---------|----------|----------|---------------|
| Fluxo de Caixa de Financiamento | FINCASH      | -0,0671 | -0,0123 | -12,5254 | 2,0134   | 0,8019        |
| Controle Acionário = 3          | CONT_ACION_3 | 71,0191 | 73,4757 | 15,3887  | 100,0000 | 23,1272       |
| Controle Acionário = 7          | CONT_ACION_7 | 77,7825 | 80,3250 | 17,7067  | 100,0000 | 20,1093       |
| Tamanho da Empresa              | TAM          | 14,1455 | 14,4554 | 5,0107   | 20,2713  | 2,1580        |
| Oportunidades de Investimentos  | INV          | 0,0735  | 0,0445  | -9,5648  | 6,3137   | 0,8306        |
| Fluxo de Caixa                  | FLCX         | 0,0140  | 0,0482  | -5,5400  | 11,8886  | 0,8999        |
| Despesas de Capital             | CAPEX        | 0,0450  | 0,0271  | -0,3054  | 0,3916   | 0,0742        |

**Fonte:** Resultados da pesquisa.

A variável FINCASH apresentou uma média de -0,0671, com um desvio padrão de 0,8019, o que mostra que há uma grande dispersão em relação à média. CONT\_ACION\_3 e CONT\_ACION\_7, representam o percentual de controle da soma dos 3 e 7 maiores acionistas. Ambas foram testadas separadamente com o fluxo de caixa de financiamento. Estas variáveis apresentaram uma média de 71,0191 para CONT\_ACION\_3 e 77,7825 para CONT\_ACION\_7, com um desvio padrão de 23,1272 e 20,1093 o que mostra que a dispersão desses indicadores não é tão grande.



A variável TAM, calculada pelo logaritmo na base 10 do valor do ativo total, apresentou 14,1415 como média desse indicador e um desvio padrão relativamente baixo de 2,1580, indicando uma baixa dispersão em relação à média.

A variável INV mostrou uma média de 0,0735 com um desvio padrão de 0,8306, indicando grande dispersão, assim como a FLCX, que também apresentou desvio padrão de 0,8999 com relação à média, a qual foi de 0,0140.

Por fim, a variável CAPEX teve uma média de 0,0450 e desvio padrão de 0,0742, indicando baixa dispersão desse indicador.

#### 4 Resultados e análises

Os resultados da regressão linear simples, em que foi considerada somente a variável concentração acionária (variável independente) para explicar o fluxo de caixa de financiamento (variável dependente) estão apresentados na Tabela 7, a seguir.

**Tabela 7**

*Resultados obtidos modelo regressão simples*

| Variável Dependente | Variável       | R quadrado da regressão | P-valor por variável independente |
|---------------------|----------------|-------------------------|-----------------------------------|
| FINCASH             | CONT_ ACION_1  | 0,009                   | 0,117                             |
|                     | CONT_ ACION_2  | 0,004                   | 0,313                             |
|                     | CONT_ ACION_3  | 0,005                   | 0,230                             |
|                     | CONT_ ACION_4  | 0,004                   | 0,310                             |
|                     | CONT_ ACION_5  | 0,003                   | 0,355                             |
|                     | CONT_ ACION_6  | 0,003                   | 0,384                             |
|                     | CONT_ ACION_7  | 0,002                   | 0,402                             |
|                     | CONT_ ACION_8  | 0,002                   | 0,409                             |
|                     | CONT_ ACION_9  | 0,002                   | 0,412                             |
|                     | CONT_ ACION_10 | 0,002                   | 0,415                             |

*Legenda.* CONT\_ ACION\_1: controle nas mãos do maior acionista. CONT\_ ACION\_2: controle nas mãos dos 2 (dois) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_3: controle nas mãos dos 3 (três) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_4: controle nas mãos dos 4 (quatro) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_5: controle nas mãos dos 5 (cinco) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_6: controle nas mãos dos 6 (dois) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_7: controle nas mãos dos 7 (sete) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_8: controle nas mãos dos 8 (oito) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_9: controle nas mãos dos 9 (nove) maiores acionistas. CONT\_ ACION\_10: controle nas mãos dos 10 (dez) maiores acionistas.

**Fonte:** Resultados da pesquisa.

Ao analisar os resultados obtidos através do uso do software *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS), apresentados na Tabela 07, verificou-se que não existe relação de explicação entre a concentração acionária e o fluxo de caixa de financiamento, ou seja, um não impacta o outro. Apesar da pesquisa de Tortoli e Moraes (2016) apresentar que a concentração acionária impacta o saldo de caixa positivamente, o mesmo não ocorreu com o fluxo de caixa de financiamento, diferente do que era esperado.

Esse resultado pode ser visto na coluna de significância dos parâmetros, a qual mostra que todos os resultados estão maiores que 0,05 (5%), sendo que para dar continuidade à análise de regressão o nível de significância deve ser menor que 0,05 (5%) (Fávero, 2015).



Com isso, verificou-se que, apesar da alta concentração acionária proporcionar um aumento da governança corporativa e o contrário diminuir a governança corporativa (Tortoli e Moraes, 2016) e de acordo com Silveira *et al.* (2008), as empresas com maiores níveis de governança tenderem a ter melhores condições para captação de recursos externos e melhores oportunidades de financiamento dos projetos, não foi possível identificar uma relação entre a concentração acionária e o fluxo de caixa de financiamento.

Conforme já colocado, para trazer uma melhor discussão de forma exploratória, foram testadas outras variáveis, que de acordo com a literatura, impactam a captação de recursos externos.

Os resultados obtidos pelo método de regressão múltipla, que foi utilizado para testar as demais variáveis indicadas pela literatura, estão apresentados na Tabela 8.

**Tabela 8**

*Resultado obtido pelo modelo da regressão múltipla*

| Determinantes                  | Variável      | Modelo 1   | Modelo 2   | Modelo 3   | Sinal Esperado | Sinal Obtido |
|--------------------------------|---------------|------------|------------|------------|----------------|--------------|
|                                |               | P-valor    | P-valor    | P-valor    |                |              |
| Controle Acionário = 3         | CONT_ ACION_3 | 0,6930     | Não compõe | Não compõe | (+)            | (Não teve)   |
| Controle Acionário = 7         | CONT_ ACION_7 | Não compõe | 0,6300     | Não compõe | (+)            | (Não teve)   |
| Tamanho da Empresa             | TAM           | 0,0000     | 0,0000     | 0,0000     | (+)            | (+)          |
| Oportunidades de Investimentos | INV           | 0,0000     | 0,0000     | 0,0000     | (-)            | (+)          |
| Fluxo de Caixa                 | FLCX          | 0,0000     | 0,0000     | 0,0000     | (-)            | (-)          |
| Despesas de Capital            | CAPEX         | 0,0120     | 0,0120     | 0,0120     | (+)            | (+)          |
| R quadrado                     |               | 0,656      | 0,656      | 0,656      |                |              |
| R quadrado ajustado            |               | 0,65       | 0,65       | 0,651      |                |              |
| N                              |               | 284        | 284        | 284        |                |              |

**Fonte:** Resultados da pesquisa.

Para a análise de regressão múltipla, em que foram acrescentadas as outras variáveis indicadas pela literatura, as quais estão mencionadas na Tabela 08, os dados foram rodados três vezes e os resultados estão apresentados nos modelos 1, 2 e 3. No modelo 1, as variáveis independentes eram: CONT\_ ACION\_3, TAM, INV, FLCX, CAPEX. Quando acrescentadas essas variáveis, o modelo apresentou significância, mostrando que estas explicam de forma representativa o fluxo de caixa de financiamento, com R quadrado de 0,656, apesar de a variável de controle acionário ter sido não significativa para a composição do modelo.

No modelo 2, foi retirada a CONT\_ ACION\_3 e acrescentada a CONT\_ ACION\_7, e o modelo também apresentou significância, também com a variável de controle acionário não sendo significativa. Por fim, no modelo 3 foram excluídas a CONT\_ ACION\_3 e a CONT\_ ACION\_7, o que gerou uma leve melhora no modelo, quando analisado o R quadrado ajustado, e manteve o mesmo valor para o R quadrado, o qual representa o coeficiente de explicação do modelo. Tal resultado indica que a concentração acionária não impacta a variável fluxo de caixa de financiamento e não gera, portanto, melhora no modelo.

**Tabela 9**  
*Coefficientes da regressão (Modelo 3)*

| Modelo      | Coeficientes não padronizados |               | Coeficientes padronizados | T      | Sig.  | Intervalo de confiança 95,0% para B |                 | Estatísticas de colinearidade |       |
|-------------|-------------------------------|---------------|---------------------------|--------|-------|-------------------------------------|-----------------|-------------------------------|-------|
|             | B                             | Modelo padrão | Beta                      |        |       | Limite inferior                     | Limite superior | Tolerância                    | VIF   |
| (Constante) | -1,079                        | 0,188         |                           | -5,742 | 0,000 | -1,449                              | -0,709          |                               |       |
| CAPEX       | 0,968                         | 0,383         | 0,090                     | 2,527  | 0,012 | 0,214                               | 1,721           | 0,982                         | 1,018 |
| INV         | 0,296                         | 0,034         | 0,306                     | 8,602  | 0,000 | 0,228                               | 0,364           | 0,971                         | 1,030 |
| TAM         | 0,068                         | 0,013         | 0,182                     | 5,115  | 0,000 | 0,042                               | 0,094           | 0,974                         | 1,027 |
| FLCX        | -0,696                        | 0,032         | -0,781                    | -21,99 | 0,000 | -0,759                              | -0,634          | 0,976                         | 1,025 |

Fonte: Resultados da pesquisa

As variáveis analisadas na Tabela 9 mostraram significância nos modelos apresentados, indicando assim que cada uma delas impacta o fluxo de caixa de financiamento. Para as variáveis TAM e CAPEX o impacto foi positivo e na variável FLCX o impacto foi negativo assim como o esperado. Já a variável INV, oportunidades de investimento, para a qual era esperado um impacto negativo, visto que quando as oportunidades de investimentos são maiores os gestores são incentivados a manter dinheiro em caixa a fim de evitar a perda de investimentos importantes devido à falta de caixa, e que se as empresas possuem dinheiro disponível para investimento não necessitariam de recursos de terceiros, apresentou um impacto positivo sobre os fluxos de caixa de financiamento, demonstrando que as empresas podem estar utilizando recursos externos para financiar seus investimentos.

A utilização de recursos externos pode ser justificada pelo fato de que as empresas que utilizam-se de dívidas, agregam mais valor as empresas do que a utilização de capital próprio, visto que possuem benefícios fiscais (Zani & Ness, 2000).

Diante dos resultados, e respondendo ao objetivo específico proposto na pesquisa, a equação de regressão múltipla encontrada para a explicação da variável FINCASH (fluxo de caixa de financiamento) e que apresentou um coeficiente de explicação satisfatório para o comportamento esperado do fluxo de caixa de financiamento, é apresentada a seguir:

$$FINCASH = - 1,079 + 0,968.CAPEX + 0,296.INV + 0,068.TAM - 0,696.FLCX + u, \quad (6)$$

em que  $u$  é o termo de erro, representando possíveis variáveis  $X$  que não foram inseridas no modelo e que seriam boas candidatas a explicativas da variável  $Y$ .

## 5 Considerações finais

Nesta pesquisa foram estudados os determinantes do fluxo de caixa de financiamento, partindo-se da avaliação inicial de se concentração acionária seria um desses determinantes.

Diante da investigação do impacto da concentração acionária sobre o comportamento da empresa quanto ao consumo ou geração de caixa por meio deste fluxo, foi demonstrado, pelos resultados da pesquisa, que a concentração acionária, diferentemente do esperado, não é um determinante do fluxo de caixa de financiamento. Esse resultado contraria o que se esperava pela literatura, já que Tortoli e Moraes (2016) sugerem que quanto maior a concentração acionária, menor o nível de governança corporativa e, portanto, maior é a necessidade da elevação e da qualidade da governança, e Silveira *et al.* (2008) defendem que as empresas com maior nível de governança corporativa teriam maior facilidade de captar recursos de terceiros.

Ao verificar o impacto de outras variáveis, representadas por TAM (tamanho da empresa), INV (oportunidade de investimento), FLCX (fluxo de caixa) e CAPEX (despesa de capital), pôde-se concluir que estas sim impactam o fluxo de caixa de financiamento e de forma esperada, com exceção de INV, para a qual era esperado um efeito negativo, porém foi verificado um efeito positivo.

O trabalho agrega aos demais estudos relativos aos determinantes do saldo de caixa e dos fluxos de caixa realizados no Brasil, visto não ter sido encontrado, na literatura nacional, trabalho com enfoque nos fluxos de financiamento, além de investigar uma variável que não havia ainda sido indicada como uma possível determinante dos fluxos de caixa de financiamento.

Com base nos resultados, é sugerida uma equação para indicar o comportamento do fluxo de caixa de financiamento, a qual evidencia que, além das variáveis testadas, existem outras determinantes que a literatura possa indicar, não exploradas neste estudo, o que se indica como uma limitação da pesquisa. Dentre as limitações do estudo, indica-se também o período de apenas um ano estudado e o uso de uma adaptação da variável fluxo de caixa, cuja apresentação e justificativa da adaptação estão apresentadas na descrição da Tabela 5. A não realização do ajuste para o lucro “após juros” e “após dividendos” traz um prejuízo à variável original. Para pesquisas futuras, é sugerida a investigação outras possíveis determinantes dos fluxos de caixa de financiamento e a expansão a análise para um maior período de tempo.

## Referências

- Avelar, E. A., Boina, T. M., Cunha, N. G., & Souza A. A. (2015). Teoria dos fluxos de caixa livres: uma análise no mercado acionário brasileiro. *In Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil.
- Barclay, M., & Smith, C. Jr. (1995). The maturity structure of corporate debt. *The Journal of Finance*, v. 50, pp. 609–631. doi: 10.2307/2329421
- Bates, T.W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why do US Firms hold so much more cash than they used to? *The Journal of Finance*, (64), 1985–2021. doi: 10.3386/w12534
- Braga, R., & Marques, J. A. V. C. (2001). Avaliação da liquidez das empresas através da análise da demonstração de fluxos de caixa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 12(25), 06-23. doi 10.1590/S1519-70772001000100001
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*. 57(6), 2741-2771. doi: 10.1111/1540-6261.00511
- Colombo, J. A., & Galli, O. C. (2012). Governança corporativa no Brasil: Níveis de governança e rendimentos anormais. *Revista de Gestão dos Países de Língua Portuguesa*, 11(2-3), 117-128.
- Costa, J. C. B. F., Viana, D. B. C. Jr, Domingos, S. R. M., & Ponte, V. M. R. (2016). Endividamento e qualidade da governança corporativa nas companhias listadas na

BM&FBovespa. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 41-62. doi: 10.9771/rc-ufba.v10i3.17269

CPC 03, de 07 de Outubro de 2010. Demonstração dos fluxos de caixa. Brasília: Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Recuperado de [http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183\\_CPC\\_03\\_R2\\_rev%2004.pdf](http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/183_CPC_03_R2_rev%2004.pdf).

David, M., Nakamura, W. T., & Bastos, D.D. (2009). Estudo dos modelos trade-off e peckingorder para as variáveis endividamento e payout em empresas brasileiras (2000-2006). *Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 132-153. doi 10.1590/S1678-69712009000600008

Dey, A. (2008). Corporate Governance and Agency Conflicts. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1143-1181. doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00301.x

Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111–133. doi: 10.2307/4126766

Fávero, L.P. (2015). *Análise de Dados Modelos de Regressão com EXCEL, STATA e SPSS*, (1 ed). Rio de Janeiro: Elsevier Garrison.

Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), p. 295–319. doi: 10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x

Garrison, R. H., Noreen, E. W., & Brewer P. C. *Contabilidade Gerencial*. 11º ed. Rio Janeiro: LTC, 2007.

Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

Kayhan, A. & Titman, S. (2007). Firms' Histories and Their Capital Structure. *The national bureau of economic research*, 83(1), 1-32. doi:10.1016/j.jfineco.2005.10.007

Kim, C.-S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359. doi 10.2307/2331099

Leal, R. P., Silva, A. L., & Valadares, S. M (2002). Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, 6(1), 7-18. doi: 10.1590/S1415-65552002000100002

Loncan, T.R., & Caldeira, J.F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59. doi: 10.1590/S1519-70772014000100005

- Macedo, M. A., Machado, M. A., Murcia, F.D., & Machado, M. R. (2011). Análise do impacto da substituição da DOAR pela DFC: um estudo sob a perspectiva do value-relevance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(57), 299-318. doi: 10.1590/S1519-70772011000300005
- Marques, T. A., Guimarães, T. M., & Peixoto, F. M. (2015). A Concentração acionária no Brasil: Análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. *Revista de Administração Mackenzie*, 16(4), 100-133. doi: 10.1590/1678-69712015
- Martins, E., Gelbcke, E. R., Santos, A., & Iudícibus, S. (2013). *Manual de contabilidade das sociedades por ações (Aplicável a todas as sociedades)*. (2a ed.). São Paulo: Atlas.
- Matarazzo, D. C. (2010). *Análise financeira de balanços: abordagem gerencial*. 7. ed. São Paulo: Atlas.
- Neves, P. A., & Pinheiro, L. E. (2016). Conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *In Anais do Congresso Anpcont*. Ribeirão Preto, SP, Brasil.
- Neves, P. A. (2015). *Conflito entre acionistas, concentração acionária, governança corporativa e valor da empresa um estudo nas companhias abertas brasileiras* (Dissertação de mestrado, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte). Recuperado de <https://cepcon.face.ufmg.br/en/cursos/mestrado/dissertacoes/category/48-2015.html?download=229:conflito-entre-acionistas-concentracao-acionaria-governanca-corporativa-e-valor-da-empresa-um-estudo-nas-companhias-abertas-brasileiras>
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46. doi: 10.1016/S0304-405X(99)00003-3
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. doi: 10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x
- Riddick, L. A., & Whited, T. M. (2009). The Corporate Propensity to Save. *The Journal of Finance*, 64(4), 1729–1766. doi: 10.1111/j.1540-6261.2009.01478.x
- Salazar, G. T. (2012). *Administração dos Fluxos de Caixa*. São Paulo: Atlas.
- Silveira, A. D. M., Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. C. (2008). Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763-788. doi: 10.1590/S1415-65552008000300008
- Sonza, I.B., & Kloeckner, G.O. (2014). A Governança Corporativa Influencia a Eficiência das Empresas Brasileiras? *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 145-160. doi: 10.1590/S1519-70772014000200005

Spadin, C. E. (2008). A importância da demonstração dos fluxos de caixa enquanto instrumento gerencial para a tomada de decisão. *Revista de Ciências Gerenciais*, 12(14), 167-177.

Tirole, J. (2006). *The theory of corporate finance*. Princeton: Princeton University Press.

Tortoli, J. P., & Moraes, M. B. (2015). Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras Não Financeiras de Capital Aberto. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(1), 125–150.

Tortoli, J. P., & Moraes, M. B. (2016). O efeito da concentração acionária no saldo de caixa: um estudo em empresas brasileiras de capital aberto. *In Anais do Congresso Anpcont*. Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Zani, J., & Ness, W. L. (2000). Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. *In XXIII Congresso Brasileiro de Custos*. Recife, Pernambuco, Brasil.