



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Políticas Financeiras e os Custos de Agência do Fluxo de Caixa Livre: Evidências no Mercado Acionário Brasileiro

Sandriele Leite Mota

Mestranda pelo Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis –PPGCC/ UFPB

E-mail: sandriele.leite@hotmail.com

Orleans Silva Martins

Doutor em Contabilidade pela UnB/UFPB/UFRN. Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis PPGCC/ UFPB

E-mail: orleansmartins@yahoo.com.br

RESUMO

A teoria do fluxo de caixa livre argumenta que na presença de recursos excedentes, os gestores podem se envolver em desperdício dos recursos disponíveis da empresa em projetos com valor presente líquido (VPL), ou seja, ineficientes, prejudicando os acionistas, gerando os custos de agência dos fluxos de caixas livres. Uma maneira de mitigar a existência destes conflitos seria por meio do emprego de políticas financeiras como o pagamento de dividendos e da dívida, reduzindo os fluxos de caixas excedentes à disposição dos gestores. Nesse sentido, o presente trabalho tem como objetivo investigar se o pagamento de dividendos e da dívida limitam os custos de agência dos fluxos de caixa livre de empresas brasileiras. A pesquisa se utiliza do modelo econométrico de regressão em dados em painel de efeitos fixos, com dados coletados na base de dados *Thomson Reuters®* a partir de uma amostra de 1548 observações de 258 companhias abertas listadas na BM&FBovespa, durante o período de 2011 a 2016. Quanto aos resultados encontrados, foi possível constatar uma relação estatisticamente significativa entre as políticas financeiras de pagamento de dividendos e dívida e o fluxo de caixa livre de empresas brasileiras, verificando suporte a teoria do fluxo de caixa livre nesse mercado, consistentemente a pesquisas nos Estados Unidos, Turquia e Jordânia. Assim, conclui-se que as políticas financeiras são utilizadas como mecanismos de redução dos excessos de fluxos de caixa à disposição dos gestores, que poderiam ser desperdiçados em projetos com VPL negativos, reduzindo consequentemente os custos de agência do fluxo de caixa livre.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Livre. Custos de Agência. Políticas Financeiras.



1 INTRODUÇÃO

A ideia dos conflitos de agência resultantes da separação entre propriedade e controle foi apresentada inicialmente por Berle and Means (1932) que mais tarde ganharia uma maior notoriedade com o trabalho seminal de Jensen and Meckling (1976) ao discutirem os custos de agência entre acionistas e gestores decorrentes do monitoramento, elaboração de contratos e das perdas residuais provenientes de eventuais das decisões do agente impactando a riqueza do principal.

Desde então, a literatura tem se dedicado a analisar o funcionamento das empresas sob a influência dos conflitos de agência. Especificamente, Jensen (1986) analisou o impacto destes custos sobre o fluxo de caixa das empresas e sugeriu que os gestores à luz da existência de uma disponibilidade de recursos sob o seu controle, seriam induzidos a investi-los em projetos não rentáveis, com valor presente líquido negativo, criando um problema de investimento excessivo e consequentemente um aumento nos custos para os acionistas. Sua proposição contribuiu para elaboração da chamada Teoria do Fluxo de Caixa Livre (FCF).

Ao investigar os conflitos de agência do fluxo de caixa livre, Stulz (1990) propôs um modelo que buscava identificar como políticas financeiras poderiam ser empregadas para mitigar os custos de agência decorrentes da discricionariedade dos gestores em relação aos recursos disponíveis das empresas. Essas políticas se referiram ao uso da dívida e dividendos como mecanismos de redução dos fluxos de caixa disponíveis que poderiam ser desperdiçados pelos gestores.

O emprego destas técnicas, embora fundamentadas pela literatura, podem variar quanto a sua eficácia a partir de outras considerações, tais como: o desenvolvimento do mercado onde a empresa opera, o sistema financeiro de cada país, a presença de grandes acionistas institucionais e a extensão da gravidade dos custos de informação e agência. Diferentes pontos de vista sugerem que os custos de agência da dívida são mais graves em mercados de capital menos desenvolvidos (Zurigat, Sartawi, & Aleassa, 2014).

A partir desta breve introdução e considerando o emprego de políticas financeiras na mitigação dos conflitos de agência, a presente pesquisa tem como objetivo investigar se o emprego de políticas financeiras como o pagamento de dívida e dividendos limitam os custos de agência dos fluxos de caixa livre de empresas brasileiras, tendo como cerne a seguinte questão de pesquisa: **as políticas financeiras estão relacionadas aos fluxos de caixa livres de empresas brasileiras?**

Especificamente no contexto brasileiro, existe a presença de questões informacionais assimétricas que são significativas, existência de ineficiências em seus mercados de capitais externo e problemas de oportunismo no uso do fluxo de caixa livre das empresas por administradores e grandes acionistas controladores, características particulares desse mercado de capitais, que prejudicam os interesses dos acionistas minoritários e outras partes interessadas, produzindo os chamados custos de agência. Avelar, Cunha, Boina & Souza (2015) analisaram o endividamento de empresas brasileiras sob a perspectiva dos conflitos de agência dos fluxos de caixa livres no período de 2010 a 2013 e constataram que empresas brasileiras fazem uso da dívida com o intuito de reduzir o poder discricionário dos gerentes.

Logo, o presente trabalho justifica-se e é relevante em virtude da importância da teoria dos fluxos de caixa livres para explicar o potencial conflito de agência existente entre gestores e acionistas (Jensen, 1986) tão presente no mercado acionário brasileiro devido às imperfeições de mercado (Brito & Lima, 2005). Além disso, buscará contribuir com o enriquecimento da literatura sobre o tema, ampliando o período de investigação desta teoria no mercado de capitais brasileiro.



2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Custos de Agência dos Fluxos de Caixa Livres

As atividades operacionais das empresas envolvem fluxos de pagamentos e recebimentos a partir das disponibilidades de recursos existentes. Nesse sentido, os fluxos de caixas desempenham um papel fundamental no dia a dia das organizações, onde à luz da existência dos conflitos de interesses entre as partes envolvidas, podem ser afetados pela discricionariedade dos agentes, ou serem utilizados na perspectiva do monitoramento, pelos principais.

Baseando-se nessa perspectiva, Jensen (1986) propôs a teoria dos fluxos de caixa livre para explicar a motivação da gestão em utilizar os recursos correntes da organização a partir da perspectiva dos custos de agência. Assim, ele sustenta que a gestão pode, eventualmente, fazer investimentos abaixo do custo de capital despendido na obtenção dos recursos ou o desperdício dos fluxos de caixa livre em projetos ineficientes.

Esse comportamento dos gestores em expropriar recursos da organização se configura em problemas de relacionamentos de agência, que tem como consequência diversos custos, dando origem ao que a literatura chama de *custos de agência do fluxo de caixa livre* (Jensen, 1986; Wei & Zhang, 2008).

No melhor entendimento do conceito de fluxo de caixa livre, Jensen (1986) conceitua-o como fluxos de caixa excedentes ao exigido para financiar determinados projetos com valor presente líquido (VPL) positivo descontado ao custo de capital do investimento. Ou seja, se referem a investimentos com retornos anormais, gerando fluxos de caixa excedentes.

A partir do exposto, fica evidente o protagonismo dos gestores no controle do direcionamento dos fluxos de caixa livre, seja no seu esvaziamento através da distribuição de dividendos ou recompra de ações, ou alternativamente em investimento de projetos com baixa eficiência, através do desperdício dos fluxos de caixa em projetos com VPL negativos, resultando em superinvestimentos (Degryse & Jong, 2001). Desta forma, a limitação dos fluxos de caixa livre afeta o comportamento conflitante entre agente e principal, já que para realizar novos projetos de investimentos a empresa deverá buscar formas alternativas de obtenção de recursos, implicando no aumento de custos de falência.

Em vista da existência desses problemas, a literatura propõe alternativas para a mitigação dos conflitos de agência existentes através do emprego de políticas financeiras como o aumento do pagamento de dividendos reduzindo a quantidade dos fluxos de caixa existente diminuindo a assimetria informacional (Jensen, 1986) ou no aumento do endividamento, reduzindo também os fluxos de caixa livres existentes através do pagamento da dívida (Stulz, 1990).

2.2 Políticas Financeiras das Empresas

As políticas financeiras consistem nas decisões dos gestores sobre como aplicar os recursos disponíveis buscando melhorar o valor de mercado das empresas e consequentemente maximizando a riqueza dos acionistas. Em face dos conflitos de agência existentes, as políticas financeiras podem ser usadas como mecanismos para mitigação destes problemas.

Stulz (1990) analisou como as políticas financeiras das empresas poderiam ser empregadas para limitar a capacidade de expropriação dos recursos, em face da presença de assimetria informacional entre gestores e acionistas. O autor propôs que o pagamento das dívidas forçam os gestores a reduzirem o fluxo de caixa disponível e consequentemente a capacidade de investimentos da empresa, o que pode ser benéfico para os acionistas considerando a existência de investimentos



com VPL negativo. Assim, existe uma relação de equilíbrio entre os custos e benefícios da dívida implicando na maximização de valor da empresa.

Neste mesmo entendimento, Harris and Haviv (1991) analisaram a estrutura de capital sob a ótica dos custos de agência e verificaram que o endividamento é positivamente relacionado com o valor da empresa em situação de fluxo de caixa livre, vinculando o agente (empresa) ao principal (credor) através do monitoramento, incentivando os gestores a tomarem decisões de investimentos evitando o risco de inadimplência, já que há um aumento dos riscos de falência em empresas mais endividadas.

Em consonância com a política de endividamento, as estratégias de pagamento de dividendos afetam os fluxos de caixa disponíveis das empresas. Por um lado, a teoria do fluxo de caixa livre apresentada por Jensen (1986) estabelece que o pagamento de dividendos diminui os fundos à disposição dos gestores, coincidindo os interesses da gestão com os acionistas, por outro lado Watts and Zimmerman (1986) argumentam que a distribuição de dividendos limita os recursos a serem usados na quitação das obrigações com credores, gerando novos conflitos entre acionistas e credores.

Porém, diferentemente da dívida, Zurigat *et al* (2014) apresentam uma série de benefícios trazidos por uma política de distribuição de dividendos quanto aos conflitos de agência: i) o pagamento de dividendos em dinheiro reduz a quantidade de fluxo de caixa livre para investimentos em projetos com VPL negativo, limitando o superinvestimento; ii) os dividendos transmitem notícias sobre o desempenho e o valor da empresa representando uma sinalização positiva; iii) o aumento dos dividendos ajuda os acionistas a controlar o comportamento dos gestores a um menor custo possível; e iv) os dividendos em dinheiro tendem a reduzir diretamente o fluxo de caixa livre, enquanto a dívida pode aumentar os fundos sob controle de gestão, induzindo-os para seus próprios benefícios ou subinvestindo os recursos da empresa.

2.3 Pesquisas Anteriores

O estudo de Byrd (2010) buscou examinar a teoria do fluxo de caixa livre nas empresas produtoras de petróleo no mercado norte-americano no período de 1979 a 1985, por meio de regressão em dados em painel. Os autores encontraram suporte à teoria dos fluxos de caixa livre de Jensen (1986) de que o financiamento da dívida com pagamento obrigatório de caixa está associado a um baixo custo de agência.

Encontrando os mesmos resultados, Kadioğlu and Yilmaz (2017) analisaram a validade da teoria do fluxo de caixa livre na Turquia, no período de 2008-2014. Por meio de regressão em dados em painel por efeitos fixos, os autores encontraram suporte a teoria investigada, constatando que empresas turcas ao distribuírem dividendos e aumentarem o financiamento da dívida, reduzem o fluxo de caixa livre sob o controle dos gestores.

Por sua vez, Zurigat *et al* (2014) analisaram empiricamente a teoria do fluxo de caixa livre no mercado de capitais da Jordânia durante o período de 1998-2009 por meio de regressão em dados em painel. Encontrando resultados contrários a teoria de Jensen (1986), os autores observaram que a dívida e dividendos não são técnicas substitutas entre si, para mitigarem os custos de agência do fluxo de caixa livre, mas técnicas complementares para este fim, no mercado de ações daquele país.

No contexto brasileiro, a pesquisa de Avelar *et al* (2015) analisou o endividamento em empresas brasileiras sob a perspectiva da teoria dos fluxos de caixa livres. Os autores justificaram sua pesquisa em virtude da importância desta teoria para explicar o potencial conflito de agência entre gestores e acionistas, sendo pouco explorada no Brasil. Através do emprego de metodologia



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

em dados em painel no período de 2010 a 2013, os autores encontraram suporte parcial à teoria dos fluxos de caixas livres, onde se constatou que empresas com um maior volume de fluxos de caixa livres tenderam a apresentar menores taxas de investimento, além do uso da dívida como mecanismo para redução do poder discricionário dos gestores. Porém, os autores não encontram uma relação significativa e negativa entre os fluxos de caixa livres e a taxa de crescimento das empresas e o seu risco.

3 METODOLOGIA

Para compor a amostra desta pesquisa foram selecionadas as empresas de capital aberto com ações negociadas na BM&FBovespa. Os dados foram coletados para os anos de 2011 a 2016, um ano após a adoção obrigatória das IFRS. Foram eliminadas da amostra as empresas financeiras, os fundos de investimentos e as empresas de participações, além das empresas sem informações resultando numa amostra da pesquisa composta por 258 companhias abertas por ano e 1549 observações. Os dados foram coletados através do banco de dados *Thomson Reuters®* e tratados no *software Microsoft® Excel (MS-Excel) 2010*.

Quanto as variáveis, a independente se refere aos fluxos de caixa livres (*free cash flows – FCF*) calculado de acordo com Chen, Ho, Lee & Yeo (2000) e empregada na pesquisa de Avelar *et al* (2015): lucro operacional (antes das depreciações e amortizações) menos despesas financeiras, tributos e dividendos, sendo o resultado, posteriormente, dividido pelo ativo total. Por sua vez, as variáveis dependentes empregadas foram: pagamento dos Dividendos (*DIV*), pagamento da dívida (*Dívida*), variação do investimento (ΔINV) e tamanho (*TAM*). As variáveis a serem empregadas no modelo e os sinais esperados são apresentadas na tabela 1.

Tabela 1 -Definição das variáveis explicativas a serem analisadas na amostra no período de 2011-2016.

Variável	Sigla	Sinal Esperado	Descrição
Pagamento de Dividendos	<i>DIV</i>	-	Pagamento de dividendos aos acionistas com ações ordinárias e preferenciais dividido pelo ativo total.
Pagamento da Dívida	<i>Dívida</i>	-	Pagamento da dívida representada pelas Obrigações a Pagar / Dívida de Curto Prazo, Porção Corrente de Dívida de Longo Prazo / Arrendamentos de Capital e Dívida Total de Longo Prazo dividido pelo ativo total.
Investimentos Líquidos	ΔINV	-	Investimento líquido (investimentos) calculado como a diferença entre os ativos fixos em t-1 e t para cada empresa.
Tamanho	<i>TAM</i>	+	Logaritmo natural do ativo total.

Fonte: Elaboração própria, (2017).

As variáveis dependentes *DIV* e *Dívida* foram embasadas por pesquisas (Jensen, 1986, Stulz, 1990) que apontaram para a limitação dos fluxos de caixas excedentes através do pagamento de dividendos e da dívida, reduzindo por consequência os recursos disponíveis aos gestores para investimentos com VPL negativo, o que mitiga os custos de agência do fluxo de caixa livre. Desta forma, espera-se uma relação negativa entre as variáveis *DIV* e *Dívida* e o *FCF*.

Por sua vez, a variável ΔINV refere-se aos investimentos líquidos das empresas, onde se espera uma relação inversa entre o fluxo de caixa livre e as oportunidades de investimentos, já que conforme apontador por Jensen (1986), as empresas com fluxos de caixas excedentes se envolvem em investimentos não rentáveis para as empresas.

E por fim, a variável *TAM* foi incorporada ao modelo para controlar o efeito maturidade das empresas que tendem a apresentar um menor nível de investimento e por conseguinte maior *FCF*, por já terem realizados os investimentos necessários em sua expansão no passado.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

O modelo de regressão linear múltipla foi empregado por se tratar de um instrumento econométrico que busca encontrar relações entre as variáveis testadas permitindo analisar a existência ou não de relações lineares e estatisticamente significantes entre elas. Os dados foram organizados em um painel fortemente balanceado, tendo o número de empresas constantes ao longo do tempo. Para a escolha do melhor modelo a ser empregado na análise dos dados coletados na pesquisa, seja modelo *pooled*, de efeitos fixos (EF) ou efeitos aleatórios (EA), foram empregados os testes de Breush-Pagan, Chow e Hausman. Assim, este modelo é representado na equação 1:

$$FCF_{it} = \lambda_0 + \lambda_1 DIV_{it} + \lambda_2 Dívida_t + \lambda_3 \Delta INV_{it} + \lambda_4 TAM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

FCF_{it} corresponde ao fluxo de caixa operacional após juros e impostos para a empresa i no ano t .

DIV_{it} corresponde ao pagamento de dividendos em dinheiro da empresa i no ano t .

$Dívida_t$ corresponde ao pagamento da dívida em dinheiro da empresa i no ano t .

ΔINV_t corresponde ao investimento líquido (investimentos) da firma i no ano t , calculado como a diferença entre os ativos fixos em $t-1$ e t para cada empresa.

TAM_{it} corresponde ao logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t .

A fim de evitar problemas de heterocedasticidade ocasionados por empresas com tamanhos diferentes, todas as variáveis foram escalonadas pelo ativo total, onde λ representa o coeficiente a ser estimado.

4 RESULTADOS

4.1 Estatística Descritiva

A tabela 2, em seu painel A, apresenta as médias, desvios-padrões, mínimos e máximos das variáveis utilizadas no estudo. Enquanto isso, o painel B apresenta uma matriz de correlação de *Pearson*. É possível perceber que o maior desvio padrão é encontrado na variável INV que se refere ao investimento líquido das empresas, com valor mínimo de -276,22 e máximo de 1. As demais variáveis apresentam comportamento mais padronizado.

Tabela 1 - Análise descritiva para a amostra com dados de 2011 a 2016

(A) Estatística Descritiva (B) Correlação de Person para a

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
(A)					
FCF	1548	0,0275	1,0898	-13,6300	34,0200
DIV	1548	-0,0219	0,0458	-0,6600	0,0000
Dívida	1548	0,4457	2,4772	0,0000	65,1600
INV	1548	-0,3603	9,5670	-276,2200	1,0000
TAM	1548	20,8811	3,3305	0,0000	27,5258
(B)					
	FCF	DIV	Dívida	INV	TAM
FCF	1,0000				
DIV	-0,2925	1,0000			
	0,0000				
Dívida	-0,0282	0,0829	1,0000		
	0,2682	0,0011			



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

INV	0,0173	-0,1079	-0,0162	1,0000	
	0,4966	0,0000	0,5243		
TAM	0,1923	-0,3176	0,2005	0,1173	1,0000
	0,0000	0,0000	0,000	0,0000	

Esta tabela apresenta a estatística descritiva. FCF_{it} corresponde ao fluxo de caixa operacional após juros e impostos para a empresa i no ano t . DIV_{it} corresponde ao pagamento de dividendos em dinheiro da empresa i no ano t . INV_t corresponde ao investimento líquido (investimentos) da firma i no ano t , calculado como a diferença entre os ativos fixos em $t-1$ e t para cada empresa. TAM_{it} corresponde ao logaritmo natural do ativo total da empresa i no ano t . *significativo a 0,1 (10%); **significativo a 0,05 (5%); ***significativo a 0,01 (1%).

O painel B da tabela 2 apresenta o resultado das correlações de *Pearson* para as variáveis em análise. Em geral, pode-se perceber que os problemas de multicolinearidade são negligenciáveis nessas análises, considerando-se a ausência de correlações entre variáveis que podem afetar a validade dos resultados econométricos. A possibilidade de multicolinearidade entre as variáveis independentes é testada usando fatores de inflação de variância (VIFs)¹. De acordo com o emprego do teste, não é detectada presença de colinearidade entre as variáveis.

4.2 Regressão em Dados em Painel

Na análise da regressão em dados em painel, foram feitos os testes de adequabilidade dos dados ao modelo *Pooled* ou efeitos aleatórios por meio do teste de Breusch_Pagan e a 5% (p -value 0,0000) foi rejeitada a H_0 de que há adequação do modelo POLS em relação ao modelo de efeitos aleatórios. Seguidamente testou-se o efeito POLS e efeitos fixos por meio do teste de Chow e a H_0 de que há igualdade de interceptos e inclinações para todas as empresas analisadas foi rejeitada a 5% (p -value 0,0000) dando preferência ao modelo de efeitos fixos. E por fim, para analisar a distinção entre os modelos fixos e aleatórios na análise em dados em painel, foi realizado o teste de Hausman que verifica se os estimadores são similares (efeitos aleatórios) ou divergem entre si (efeitos fixos) para cada empresa analisada. Desta forma, considerando o nível de 5% (p -value 0,0000) o modelo de efeitos fixos se mostrou mais adequado.

A fim de verificar problemas de heterocedasticidade empregou-se o teste de White e a hipótese nula que os resíduos são homocedásticos foi rejeitada ao nível de 1%. Em vista disso, optou-se pelo emprego de regressão em dados em painel robusta.

A tabela 3 apresenta os resultados da regressão usada para testar a hipótese deste estudo. De acordo com pesquisas anteriores (Jensen, 1986, Stulz, 1990), os resultados apoiam a hipótese do fluxo de caixa livre de que o pagamento de dividendos e da dívida reduzem os custos de agência do fluxo de caixa livre.

Tabela 3 – Regressão em painel com efeitos fixos para a amostra com dados de 2011 a 2016.

PAINEL A						
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro Padrão Robusto	Estatística t	P > [z]	Intervalo de Confiança	
DIV	-0,152936***	0,0545775	-2,80	0,005	-0,2600073	-0,0458658
Dívida	-0,0893499*	0,0504025	-1,77	0,077	-0,18823	0,0095302
INV	-0,0228403	0,0140078	-1,63	0,103	-0,050321	0,0046404
TAM	-0,004482	0,004097	-1,09	0,274	-0,0125195	0,0035556

¹ O VIF máximo que resulta de qualquer um dos modelos é 1,11, o que está muito abaixo do corte geralmente empregado de 10 (ou, mais prudentemente, 5) para modelos de regressão.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Const	66,96943***	3,782857	17,70	0,000	59,54819	74,39068
-------	-------------	----------	-------	-------	----------	----------

PAINEL B

Descrição	Valor	Descrição	Valor
Prob> chi 2	0,000	R ²	0,0109
Teste F	2,74	Sig. F	0,001
Nº de obs.	1548	LM de Breusch-Pagan	X ² = 162,81
Durbin-Watson	0,0000		Sig. X ² = 0,0000
Teste White	W=150,98	F de Chow	F=2,74
	Sig. W =0,000		Sig. F=0,000
Teste Hausman	X ² = 35,20		
	Sig. X ² = 0,000		

Fonte: Dados da Pesquisa, (2017).

*significativo a 0,1 (10%); **significativo a 0,05 (5%); ***significativo a 0,01 (1%).

Como pode ser verificado na tabela 3, o coeficiente de determinação (R^2), que serve como uma medida de quanto a variabilidade da saída pode ser debitada aos previsores, demonstrou um valor de 0,0109, o que significa que as variáveis independentes são relacionadas por apenas 1,09% da variação dos fluxos de caixa livres das empresas. Contudo, destaca-se o alto coeficiente angular da constante de 66,96 ao nível de significância de 1%, indicando que outras variáveis poderiam explicar a variação do FCF e não estão incluídas no modelo.

As variáveis pagamento de dividendos (DIV) e pagamento da dívida (Dívida), conforme evidenciado na Tabela 3, apresentaram relação negativa e significativa com o fluxo de caixa livre, ao nível de significância de 1% e 10%, respectivamente. Este resultado vai de encontro ao proposto pela teoria do fluxo de caixa livre de que empresas utilizam políticas financeiras para reduzir os custos de agência dos fluxos de caixa livre, encontrando suporte a esta teoria.

A variável investimento líquido (INV) apresentou relação negativa e não significativa com o fluxo de caixa livre (FCF), destoando dos resultados observados por Avelar *et al* (2015). Por sua vez, a variável tamanho das empresas (TAM) apresentou relação não significativa com o fluxo de caixa livre, indo de acordo com os achados de Avelar *et al* (2015).

De maneira geral, encontrou-se suporte a teoria do fluxo de caixa livre no mercado acionário brasileiro, considerando-se as políticas financeiras como mecanismos de redução dos excessos de fluxos de caixa à disposição dos gestores, que poderiam ser desperdiçados em projetos com VPL negativos, reduzindo consequentemente os custos de agência.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A teoria de fluxo de caixa livre estabelece que políticas financeiras como o pagamento de dividendos e o financiamento da dívida são fundamentais para controlar os fluxos de caixa disponíveis, alinhando os interesses entre gestores e acionistas. Nesse sentido, o presente artigo investigou a relação existente entre a teoria do fluxo de caixa livre e a política financeira de empresas brasileiras, no período de 2011 a 2016, por meio de regressão em dados em painel. Esta pesquisa buscou analisar a correlação entre o fluxo de caixa livre e variáveis dependentes como o pagamento de dividendos, dívida, investimentos, e ativo total.

De acordo com os resultados da regressão em dados em painel de efeitos fixos, foi possível encontrar suporte a teoria do fluxo de caixa livre no mercado acionário brasileiro, encontrando uma relação significativa entre o pagamento de dividendos e a dívida com o fluxo de caixa livre das empresas brasileiras, consistentemente a pesquisas nos Estados Unidos, Turquia e Jordânia.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Como limitações deste estudo pode-se destacar o baixo coeficiente de determinação do modelo, com um coeficiente da constante alto, indicando que existem outras variáveis relacionadas à variação do fluxo de caixa livre, não inseridas no modelo.

Considerando as limitações da pesquisa, sugere-se replicar o estudo com inclusão de outras variáveis, embasadas teoricamente para a redução dos custos de agência do fluxo de caixa livre, como a governança corporativa, podendo influenciar os resultados. Além disso, considerando que esta teoria pressupõe que a redução do fluxo de caixa disponível aos gestores através do pagamento de dividendos e da dívida e consequentemente reduzindo os custos de agência entre gestores e acionistas, sugere-se para pesquisas futuras uma análise da relação entre o valor de mercado das empresas e o fluxo de caixa livre.

REFERÊNCIAS

Avelar, E. A., Cunha, N. G., Boina, T. M., & Souza, A. A. (2015). Teoria dos Fluxos de Caixa Livres: uma Análise no Mercado Acionário Brasileiro. In: XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2015, São Paulo. XV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade.

Berle, A.; Means, G. (1932). The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan.

Brito, R. D., & Lima, M. R. (2005). A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: O caso do brasil. Revista Brasileira de Economia, 59(2), 177–208.

Byrd, J. (2010). Financial policies and the agency costs of free cash flow: Evidence from the Oil Industry. International Review of Accounting, Banking and Finance. v. 2 (2), 22-49.

Chen, S. Ho, K. W. Lee, C. & Yeo, G. H. H. (2000). Investment opportunities, free cash flow and market reaction to international joint ventures. Journal of Banking & Finance, 24, 1747-1765.

Degryse, H. & De Jong, A. (2006). Investment and internal finance: Asymmetric information or managerial discretion? International Journal of Industrial Organization, 24(1), 125-147.

Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *Journal of Finance*, 32, 297–356.

Jensen, M.C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance in Takeovers. American Economy Review, 76 (2), 323-329.

Jensen, M.C., & Meckling, W.H. (1976). Theory da firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3 (3), 305-360.

Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey? Borsa Istanbul Review, 17 (2), 111-116.

Stulz, R. (1990). Managerial discretion and optimal financig policies. Journal of Financial Economics, 26 (1), 3-27.

Watts, R. L., Zimmermann, G. L. (1986). Positive accounting theory. Englewood Cliffs: Prentice Hall.



XI Congresso UFPE de Ciências Contábeis

Wei, K.C. J., & Zhang, Y. (2008). Ownership structure, cash flow, and capital investment: Evidence from East Asian economies before the financial crisis. *Journal of Corporate Finance*, 14 (2), 118-132.

Zurigat, Z. Sartawi, I. I. S. M., & Aleassa, H. (2014) Empirical Investigation of Free Cash Flow Hypothesis: Evidence from Jordanian Capital Market. *Faculty of Economics & Administrative Sciences. International Business Research*; 7 (3).