



São Paulo, 21 a 23 de Julho de 2014

**Novas Perspectivas
na Pesquisa Contábil**

**Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: um estudo em empresas brasileiras
do setor de consumo**

JULIA PERES TORTOLI
Universidade de São Paulo

MARCELO BOTELHO DA COSTA MORAES
Universidade de São Paulo

Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras do Setor de Consumo

Resumo

Este trabalho tem como objetivo auxiliar as empresas na obtenção de uma melhor gestão financeira, uma vez que a gestão do saldo de caixa é um problema presente em todos os tipos de organizações, devido ao grande número de transações oriundas das atividades operacionais e financeiras. Assim, o objetivo principal é analisar os fatores de impacto e consequente efeito, positivo ou negativo, sobre o caixa mantido pelas empresas, como ferramentas para o planejamento eficiente de caixa. O estudo utiliza uma amostra de 85 empresas ativas na BM&FBOVESPA, pertencentes ao setor de consumo cíclico e não cíclico, no período de 2007 até 2011. Para identificação dos fatores de impacto, foi utilizada como variável dependente o logaritmo natural de caixa e equivalentes de caixa dividido pelo total de ativos, exceto caixa e equivalentes de caixa. As variáveis independentes, conforme levantamento bibliográfico: Pagamento de Dividendos, Tamanho da Empresa, Maturidade da Dívida, Governança Corporativa, Nível de Ativos Líquidos, Fluxo de Caixa, Endividamento, Alavancagem e Despesas de Capital. Os resultados foram obtidos por meio da metodologia de Dados em Painel com a utilização do modelo de efeitos aleatórios (GLS), utilizando um nível de significância de 1%. As variáveis que obtiveram resultados significativos para as empresas brasileiras foram: Ano, Pagamento de Dividendos, Endividamento e Nível de Ativos Líquidos. É importante mencionar que os resultados encontram respaldo, principalmente, pela conjuntura econômica na qual as empresas estão inseridas, especialmente pelo período de crise financeira, que afetou a liquidez do mercado como um todo. Porém, maiores estudos são necessários para generalizar os resultados para todo o mercado brasileiro.

1. Introdução

O termo caixa refere-se aos ativos de liquidez imediata, ou seja, recursos monetários armazenados pela empresa, além de saldos mantidos em contas correntes bancárias e mais recentemente, com as normas internacionais de contabilidade, considera também os equivalentes de caixa, conceito que abrange ativos financeiros de liquidez imediata e insignificante risco de mudança de valor (CPC, 2010). Representa valores que podem ser usados a qualquer momento em pagamentos de diversas naturezas (Assaf Neto, 2012).

O gerenciamento do saldo disponível de caixa é um problema constante em qualquer tipo de organização, pois ele é afetado constantemente pelas entradas e saídas de dinheiro, provenientes dos recebimentos e resgates de aplicações financeiras como entradas e pagamentos e investimentos financeiros como forma de saídas de recursos realizados pela organização.

Os administradores se preocupam com o caixa por um motivo muito importante – sem caixa suficiente nos momentos apropriados, uma empresa pode desperdiçar oportunidades de ganho ou até mesmo ir à falência (Garrison et al. 2007).

Toda empresa tem como finalidade principal a permanente realização de lucros ou, em termos mais gerais, a maximização de valor. A falta de uma previsão correta do fluxo de fundos pode gerar desequilíbrio de caixa, incorrendo em consequência em elevação do custo de capital, ou resultando fundos ociosos com rentabilidade inexpressiva (Villalba & Sousa, 2001).

Nesse sentido, Assaf Neto e Silva (2002, p.39) afirmam que:

Contextos econômicos modernos de concorrência de mercado exigem das empresas maior eficiência na gestão financeira de seus recursos, não cabendo indecisões sobre o que fazer com eles. Sabidamente, uma boa gestão dos recursos financeiros reduz substancialmente a necessidade de capital de giro, promovendo maiores lucros pela redução principalmente das despesas financeiras. Em verdade, a atividade financeira de uma empresa requer acompanhamento permanente de seus resultados, de maneira a avaliar seu desempenho, bem como proceder aos ajustes e correções necessários. O objetivo básico da função financeira é prover a empresa de recursos de caixa suficientes de modo a respeitar os vários compromissos assumidos e promover a maximização de seus lucros.

Assim, entender os motivos que levam as organizações a possuir a necessidade de manter recursos em caixa é fundamental para uma melhor gestão financeira. Com isso, podem ser apontados alguns motivos para a manutenção do saldo de caixa, conforme propostos por Keynes (1982):

- O primeiro, **motivo-negócio**, é explicado pela necessidade que uma empresa apresenta de manter dinheiro em caixa para efetuar os pagamentos oriundos de suas operações normais e certas;
- O segundo motivo abordado por Keynes refere-se à precaução. O nível de caixa exigido pelo **motivo-precaução** é em função da flexibilidade que uma empresa apresenta na captação de recursos nos exatos momentos em que há necessidades extraordinárias;
- O terceiro motivo citado baseia-se na especulação. Os maiores investimentos em caixa podem ser justificados pelo **motivo-especulativo**, pois o aproveitamento de

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

oportunidades especulativas em relação a itens não monetários pode ser vantajoso desde que a empresa acredite numa valorização de seus preços.

Por exemplo, pode-se armazenar caixa para tirar proveito de aplicações financeiras cujos rendimentos estejam atraentes para a empresa, conforme explicitado por Assaf Neto (2012):

Nos últimos anos pôde-se observar uma grande demanda por dinheiro pelas empresas (e pessoas também) com o intuito de adquirirem títulos e valores mobiliários, notadamente os de operações a preços fixos. A rentabilidade oferecida por essas aplicações assumiu percentuais bem elevados nos últimos anos, chegando, em diversos momentos, a exceder o retorno real sobre os ativos de muitas empresas.

Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo identificar os fatores que causam impactos sobre o saldo de caixa das empresas brasileiras, especificamente no setor de consumo cíclico e não cíclico, contribuindo para promover uma melhor gestão, uma vez que a organização visa maximizar seu valor, de modo que seja verificado se a necessidade de manter recursos em caixa é uma decisão relevante a ser tomada pelas empresas.

Além disso, o presente estudo apresenta sua contribuição nos seguintes aspectos: (i) desenvolvimento de um levantamento bibliográfico sobre os fatores de impacto sobre o saldo de caixa; (ii) realização de um levantamento de dados sobre os fatores de impacto sobre o caixa apresentados na literatura recente e (iii) análise dos fatores de impacto sobre o caixa em empresas brasileiras.

Visando esclarecer o conteúdo da temática em pauta, além da introdução, o trabalho é composto pelo Referencial Teórico, o qual traz uma breve explanação sobre as três teorias que norteiam os fatores determinantes do saldo de caixa das empresas: *Static Tradeoff*, *Pecking Order* e *Free Cash Flow*, bem como a explicação das variáveis em estudo. Posteriormente, apresenta-se a metodologia, seguido dos resultados obtidos e da análise. Por fim, são relatadas as considerações finais e as referências bibliográficas.

2. Referencial Teórico

Este tópico discorre sobre os três principais modelos teóricos que podem auxiliar na identificação das características da firma que determinam as decisões quanto ao nível de caixa corporativo.

2.1. *Static Tradeoff Theory*

Segundo Ferreira e Vilela (2004), o modelo de *tradeoff* considera que as empresas procuram identificar um nível ótimo de caixa ao ponderar seus custos e benefícios marginais, sendo que o custo principal é o custo de oportunidade do capital investido em ativos líquidos, ao invés de se investir em outros ativos operacionais mantidos pelas empresas.

Além disso, os benefícios de manter os recursos em caixa estão relacionados aos custos de transação, ou seja, é mais barato captar recursos quando não são tão necessários à empresa, pois, quando há falta de caixa, o custo para captação de recursos é maior (Opler et al, 1999).

De acordo com o motivo transacional proposto por Keynes (1936), há um custo para converter substitutos de caixa em caixa propriamente. Esses custos são custos fixos e variáveis, envolvidos na compra e venda de ativos e fazem com que a empresa mantenha caixa e ativos substitutos como uma reserva. Por isso, existe uma curva decrescente de custo

marginal referente a não possuir ativos líquidos e uma curva horizontal de custo marginal referente a possuir ativos líquidos. O nível ótimo de caixa é obtido pela intersecção das curvas de custo marginal, que pode ser ilustrado pela figura abaixo.

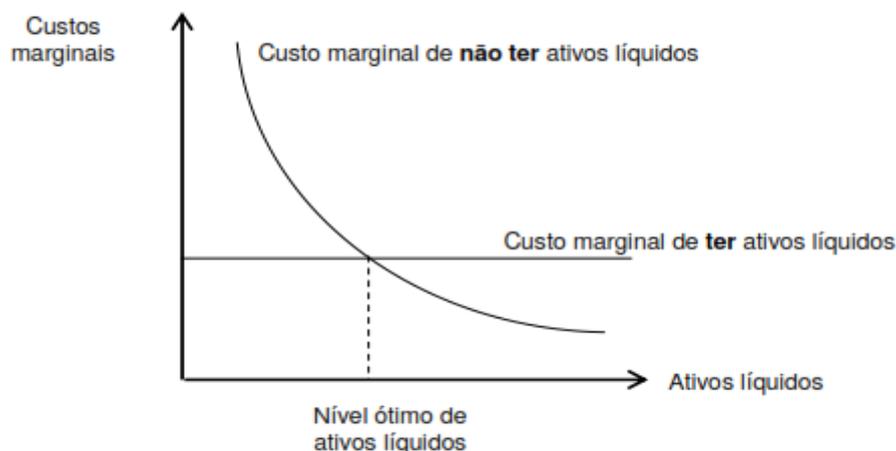


Figura 1 Modelo de custos de transação (Opler et al, 1999, p. 8)

2.2. Pecking Order Theory

Conforme exposto por Myers (1984), a teoria do *pecking order* se baseia no argumento de que as empresas seguem uma hierarquia para captar recursos de maneira a realizar seus investimentos. O objetivo desta ordem de captação de recursos é minimizar os custos de assimetria de informação e outros custos financeiros. Em primeira hipótese, as empresas preferem a geração interna de caixa, através da retenção de lucros, procurando manter uma política de distribuição de dividendos estável. Caso a captação de recursos externos seja necessária, a empresa optará primeiramente pela maneira mais segura, emissão de dívida e, por último, emissão de ações, dado que esta é a fonte de maior custo para a empresa, em decorrência da assimetria informacional.

Sendo assim, a empresa não está interessada em um nível, mas está buscando acumular caixa, por meio da geração interna de recursos, de modo que o caixa é usado como um *buffer* entre ganhos retidos e necessidades de investimento (Ferreira & Vilela, 2004). Assim, é esperado que as empresas com maior geração de fluxo de caixa detenham maior nível de caixa, uma vez que estes níveis são possíveis pela geração interna e venda de ativos.

2.3. Free Cash Flow Theory

Decisões quanto ao nível de caixa mantido pelas empresas podem ser explicadas pela Teoria da Agência. Jensen e Meckling (1976) definem o Conflito de Agência como um conflito de interesse entre agentes (gestores) e principais (acionistas), pois ambas as partes desejam maximizar a sua própria utilidade e o relacionamento de agência é regido por contratos incompletos, de modo que não é possível observar diretamente se os agentes estão agindo em acordo com os interesses dos principais, função a qual foram designados.

Com isso, os gestores podem ter incentivos para aumentar as reservas de caixa, de forma a aumentar a quantidade de ativos sob seu controle e para obter poderes implícitos sobre as decisões de investimentos das empresas. Nesse sentido, o caixa permite que os agentes invistam em projetos que mais se aproximem de seus próprios interesses, fazendo com que surjam conflitos de agência, pois as decisões tomadas pelos gestores podem não estar

alinhas com os interesses dos acionistas, principalmente no que tange à política de distribuição de dividendos (Jensen, 1986).

Portanto, a teoria do *free cash flow* propõe que o excedente de caixa, ou seja, fluxo de caixa em excesso, após a empresa ter honrado seus compromissos, seja distribuído aos acionistas. Se uma política de distribuição de dividendos aos acionistas não for seguida, conflitos de interesse surgirão e, estes custos de agência reduzirão o valor da firma, pois as decisões dos gestores atendem objetivos pessoais deles próprios, já que o controle sobre mais ativos garante maior poder nas decisões tomadas pelos agentes.

2.4. Fatores de Impacto no Caixa

A variável objetivo, ou seja, aquela que se deseja identificar, também chamada de variável dependente, empregada no estudo é o nível de caixa mantido pelas empresas, definido como o logaritmo natural (\ln) da soma de caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras de curto prazo, dividido pelo ativo total deduzido de caixa e equivalentes de caixa, conforme utilizado por Dittmar et al. (2003) e Opler et al. (1999).

As demais variáveis que compõem as características das empresas, sendo definidas como determinantes do nível de caixa corporativo (variáveis independentes), são propostas pelos trabalhos dos seguintes autores: Opler et al (1999); Pinkowitz e Williamson (2001); Jensen (1986); Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003); Ferreira e Vilela (2004); Ozkan e Ozkan (2004); Kim e Srinivasan (1986); Stulz et al (2009).

Com base nos trabalhos analisados, é possível identificar os seguintes determinantes de nível de caixa, os quais são explicados a seguir: tamanho da empresa, endividamento, maturação da dívida, alavancagem, oportunidade de investimento, dividendos, ativos líquidos, fluxo de caixa, governança corporativa e despesas de capital. Os demais determinantes identificados nos estudos foram excluídos do modelo empírico, devido à dificuldade de obtenção das informações ao longo do tempo, inviabilizando a formação da base de dados.

Pagamento de dividendos

O efeito do pagamento de dividendos é negativo, considerando que o corte de dividendos possibilita a disponibilidade de recursos na forma de caixa das firmas, atuando como substituto de liquidez (Opler et al 1999). Além disso, espera-se que as empresas que pagam dividendos sejam menos arriscadas e por isso possuam mais amplo acesso ao mercado de capitais, de modo que não seja tão necessário acumular caixa como precaução (Stulz et al, 2009), pois podem captar recursos a um custo menor.

Uma explicação alternativa é proposta tanto por Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) quanto Ozkan e Ozkan (2004) na qual é possível que as empresas que pagam dividendos com frequência mantenham maiores níveis de caixa, com o propósito de evitarem situações nas quais estejam com poucos recursos para manter sua política de pagamento de dividendos estável.

Governança Corporativa

A governança corporativa surgiu para superar o conflito de agência, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Nesta situação, o proprietário delega a um agente especializado o poder de decisão sobre sua propriedade. No entanto, os interesses do gestor nem sempre estarão alinhados com os do proprietário, resultando em um conflito de agência ou conflito agente-principal (IBGC, 2013).

Sob a ótica da *Static Tradeoff Theory* (Ferreira & Vilela, 2004), uma melhor governança corporativa implica numa maior confiança e maior montante de caixa à disposição dos

gestores. Por outro lado, a teoria do *Free Cash Flow* (Jensen, 1986) argumenta que as empresas com melhores práticas de governança corporativa detêm menores níveis de caixa, pois melhores práticas diminuem os conflitos de agência.

Tamanho da Empresa

O *Static Tradeoff Theory* sustenta que existem economias de escala em ativos líquidos e isso poderia explicar que o tamanho da empresa tem um impacto negativo na manutenção do saldo de caixa (Opler et al 1999). Esse fato é decorrente da captação de recursos ser relativamente mais cara para as pequenas empresas, incentivando-as a manter mais dinheiro em caixa do que as maiores empresas, as quais conseguem uma melhor economia de escala em termos de custos de transação na gestão de caixa (Ferreira & Vilela, 2004).

Um contraponto à *Static Tradeoff Theory* baseia-se na *Pecking Order Theory*, a qual sustenta uma relação positiva entre o nível de caixa acumulado e o porte das empresas. Opler et al (1999) explica que, sob esta ótica, as empresas maiores possuem elevados níveis de caixa, pois foram bem sucedidas no passado e, obtiveram, conseqüentemente, maior desempenho, possibilitando desenvolvimento e acúmulo de caixa.

Nível de Ativos Líquidos

De acordo com Amihud e Mendelson (1991), um ativo é líquido se este pode ser rapidamente comprado ou vendido a preço corrente de mercado e com um baixo custo.

Baseando-se na teoria *Static Tradeoff*, os ativos líquidos podem ser realizados caso haja falta de caixa. Estes argumentos partem da hipótese de que o custo de se converter ativos líquidos em dinheiro é mais baixo, de forma que empresas com altos níveis de ativos líquidos não precisam usar o mercado de capitais para levantar fundos, quando se encontram em escassez de recursos. Conseqüentemente, espera-se que as empresas com maiores níveis de ativos líquidos mantenham menos dinheiro em caixa, conforme proposto por Ferreira e Vilela (2004).

Despesas de Capital

Segundo Opler et al (1999), as empresas com excesso de caixa possuem despesas de capital mais elevadas e passam a gastar mais com aquisições, mesmo quando elas têm menores oportunidades de investimento. Dessa forma, é esperada uma relação negativa entre despesas de capital e saldo de caixa.

Além disso, um choque de produtividade pode levar as empresas a investirem mais em ativos produtivos, reduzindo seu nível de caixa. Ao mesmo tempo, se o investimento em imobilizado cria ativos que podem ser utilizados como garantia em empréstimos, o mesmo pode aumentar a capacidade de endividamento e reduzir a demanda por caixa (Riddick & Whited, 2009).

Maturação da Dívida

Ao considerar que as empresas com as melhores classificações no mercado de crédito têm melhor acesso a empréstimos, espera-se que essas empresas vão manter menores níveis de caixa, por motivos precaucionais, o que faz com que a maturidade da dívida seja positivamente relacionada com o saldo de caixa (Ferreira & Vilela, 2004).

Endividamento

Segundo Ozkan e Ozkan (2004), a magnitude das dívidas bancárias é medida pelos empréstimos bancários divididos pelo total das dívidas.

É esperado que a empresa utilize seu caixa para reduzir o endividamento e, portanto, haverá uma relação negativa entre estas duas variáveis (Ferreira & Vilela, 2004).

Fluxo de Caixa

A teoria *Static Tradeoff* sustenta uma relação negativa entre o nível de caixa e a geração do fluxo de caixa da empresa. Tal relação é derivada do fato do fluxo de caixa ser fonte de recursos líquidos, tornando-se um substituto a liquidez (Kim, Mauer & Sherman, 1998).

Porém, segundo a teoria *Pecking Order*, o fluxo de caixa exerce efeito positivo, pois a partir de uma maior geração de caixa, as firmas tendem a acumular maior montante, ao mesmo tempo em que uma menor geração de caixa levará a níveis mais baixos (Opler et al, 1999).

Do mesmo modo, espera-se que empresas com maiores fluxos de caixa tenham mais caixa, pois desta forma, quando se encontrassem frente à necessidade de dinheiro, as empresas não precisariam incorrer em dívidas (Ferreira & Vilela, 2004). Esta visão também é condizente com a teoria do *Free Cash Flow*, pois o caixa em excesso propicia um risco menor e maior poder discricionário aos administradores (Jensen, 1986).

Alavancagem Financeira

Ao se analisar a teoria de *Static Tradeoff*, a alavancagem tende a uma relação negativa com o nível de caixa da empresa, devido ao fato de que à medida que a alavancagem aumenta o custo de oportunidade para financiar liquidez ou acumular caixa também aumenta, motivando menores níveis de caixa, conforme indicado por Kim, Mauer e Sherman (1998).

Da mesma forma, a teoria de *Pecking Order* demonstra uma relação negativa entre alavancagem e caixa, pois o caixa é apresentado como dívida negativa. Segundo Opler et al (1999), contratam-se dívidas quando o caixa é insuficiente para atender às necessidades de pagamento.

Por outro lado, a alavancagem pode demonstrar um efeito positivo em relação ao caixa mantido pelas empresas, de modo que ao se analisarem os perfis de endividamento, notadamente voltados ao curto prazo, bem como ao elevado risco de instabilidade econômica, as firmas tendem a manter um colchão de liquidez para evitar risco o de insolvência, pois, ao mesmo tempo em que acumulam caixa, as empresas também acumulam dívidas (Ferreira & Vilela, 2004). Este efeito também pode ser sustentado pela Teoria da Agência, de modo que os gestores buscam se proteger dos riscos financeiros da alta alavancagem estocando caixa para aumentar seu poder discricionário (Jensen, 1986).

Oportunidades de Investimento

Segundo Ferreira e Vilela (2004), o custo de incorrer em uma falta de caixa é superior para firmas com uma maior oportunidade de investimento devido à expectativa de perda que resulta da desistência em investimentos mais valiosos. Portanto, é esperada uma relação positiva entre a variável e o nível de caixa mantido pelas empresas.

Sob a ótica da teoria de *Pecking Order*, Ferreira e Vilela (2004) também argumentam que um grande conjunto de oportunidades de investimento cria uma demanda por um grande estoque de dinheiro, porque a escassez de dinheiro implica que, se uma empresa se engaja em obter financiamentos externos mais dispendiosos, esta deve renunciar a oportunidades de investimento rentáveis.

Por fim, a teoria do *Free Cash Flow* sugere que os gestores têm um incentivo para acumular dinheiro a fim de aumentar a quantidade de ativos sob seu controle e para ganhar o poder discricionário sobre as decisões de investimento da empresa. Quando a empresa tem

dinheiro disponível para investir, o gerente não precisa captar recursos externos (Jensen, 1986).

3. Metodologia

A função da administração de caixa tem como responsabilidades mobilizar, controlar e planejar os recursos financeiros das empresas (Srinivasan & Kim, 1985). Com isso, a utilização de modelos de apoio à tomada de decisão se torna pertinente, uma vez que podem proporcionar uma visão abrangente e de otimização, algo que dificilmente pode ser obtido sem a utilização de metodologias para tal.

Com o intuito de atender ao objetivo de pesquisa proposto, têm-se como metodologia o uso de pesquisa bibliográfica, de modo que foi possível identificar, na literatura, os principais fatores de impacto positivos e negativos sobre o saldo de caixa, bem como os principais métodos aplicados nos estudos.

As empresas que compõem a amostra estão ativas na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pertencem ao setor de consumo cíclico e não cíclico, o qual possuía maior número de empresas listadas, no ano de 2011. Para fins de análise, foram obtidas oitenta e cinco empresas, as quais possuíam dados completos para cálculo de todas as variáveis em estudo, ou seja, para ser considerada na amostra, cada empresa deveria possuir o período completo de dados disponíveis para o cálculo das variáveis escolhidas. Além disso, foram excluídas as empresas que não reportaram balanços em todos os anos analisados.

Após esse levantamento, foi elaborado um banco de dados com as informações considerando as demonstrações financeiras referentes aos anos de 2007, 2008, 2009, 2010 e 2011. Foram obtidas demonstrações financeiras padronizadas, tais como Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício e Demonstração de Fluxo de Caixa e demais informações que se consideraram relevantes, como as Informações Anuais (IAN). Os dados foram coletados por meio do software Economática e estão em moeda americana (dólar), com o objetivo de facilitar o ajuste inflacionário do período.

As variáveis compõem as características das empresas como determinantes do nível de caixa corporativo foram apresentadas anteriormente, no referencial teórico.

Para fazer as análises dos fatores de impacto sobre o saldo de caixa, foram utilizadas as seguintes técnicas: (i) Análise de Regressão: regressões lineares que possibilitam o desenvolvimento de modelos para mensuração das variáveis de impacto no caixa, com base em dados transversais (de várias empresas em um mesmo período) e (ii) Dados em Painel: a composição de dados unindo séries temporais e dados transversais possibilita uma análise mais completa, com dados longitudinais, analisando o efeito das variáveis explicativas ao saldo de caixa das diferentes empresas ao longo do tempo.

Segundo Hsiao (1986), os modelos para dados em painel oferecem uma série de vantagens em relação aos modelos de corte transversal ou aos de séries temporais sendo que delas se refere ao fato de que esses modelos controlam a heterogeneidade presente nos indivíduos. Outra vantagem, segundo o mesmo autor, é que a modelagem de dados em painel permite o uso de mais observações, aumentando o número de graus de liberdade e diminuindo a colinearidade entre as variáveis explicativas, aumentando a qualidade da estimação dos parâmetros. Porém, há algumas limitações no modelo, pois as variáveis são analisadas ao longo do tempo, exigindo maior número de observações e, portanto, são mais difíceis de serem implementados.

Baseando-se nesta metodologia, foram feitos vários testes: mínimos quadrados ordinários, efeitos fixos e efeitos aleatórios, porém, de acordo com os resultados obtidos, o modelo recomendável para análise dos dados é o Modelo de Efeitos Aleatórios (GLS), o qual foi empregado no estudo.

Os resultados são significativos, quando as variáveis possuem poder explicativo sobre o saldo de caixa, ou seja, possuem *p-valor* inferior ao nível de significância de 1%.

4. Resultados

Os resultados das análises deste trabalho são apresentados e discutidos neste tópico. O número total de observações da amostra examinada foi de 425 formado por 85 empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo e pertencentes ao setor de consumo cíclico e não cíclico para o período de cinco anos, de 2007 a 2011. As estatísticas descritivas dos dados utilizados nas análises das regressões estão apresentadas na tabela 1 e os resultados obtidos por meio do modelo GLS estão na tabela 2.

Tabela 1 Estatística descritiva das variáveis em estudo

Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão	Enviesamento	Curtose Ex.	Perc. 5%	Perc. 95%
DIVDUMMY	0,67	1	0	1	0,47	-0,74	-1,46	0	1
ALAVANC	0,89	0,67	0,01	8,08163	0,85	4,60	28,29	0,28	2,36
TAM	13,77	13,62	7,99	19,1766	2,37	0,17	-0,24	9,68	18,08
INV	-0,12	0,01	-12,74	2,30012	0,92	-7,52	87,83	-1,19	0,52
ENDIV	0,34	0,34	0	0,94055	0,26	0,24	-1,18	0	0,75
MATDIV	0,83	0,86	0,06	1	0,16	-1,61	3,33	0,52	1
ATLIQ	0,23	0,10	6,9E-05	5,51628	0,47	5,99	48,86	0,01	0,86
FLCX	-0,03	0,057	-14,33	6,44511	0,84	-10,79	202,56	-0,53	0,23
CAPEX	0,05	0,03	0	0,6668	0,07	4,23	28,78	0	0,16
GOVDUMMY	0,63	1	0	1	0,48	-0,53	-1,72	0	1
CAIXA	-2,66	-2,345	-9,58	1,19835	1,77	-1,11	1,88	-6,19	-0,36

Sendo as variáveis:

DIVDUMMY: variável *dummy* que assume valor igual a um em anos em que a empresa pagou dividendos e zero caso contrário;

ALAVANC: medido pelo total da dívida de curto e longo prazo dividido pelo total de ativos;

TAM: medido pelo logaritmo natural do total de ativos deflacionados. INV: relação entre capital circulante líquido e total de ativos;

ENDIV: medido por empréstimos bancários divididos pelo total das dívidas;

MATDIV: medida pela divisão da dívida total deduzida das dívidas reembolsáveis em um ano pelo total da dívida;

ATIVLIQ: divisão de caixa e equivalentes de caixa pelo ativo total;

FLCX: medido pelo lucro líquido após juros e dividendos, mas antes da depreciação, dividido pelo total de ativos;

CAPEX: despesas de capital dividido pelo total de ativos;

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

GOVDUMMY: variável *dummy* que assume valor igual a um caso a empresa tenha nível de governança diferenciado e zero caso contrário.

Ativos nos denominadores das variáveis são calculados por ativos totais menos caixa e equivalentes de caixa.

Tabela 2 Resultados obtidos pelo Modelo de Efeitos Aleatórios (GLS)

Determinante	Variável Explicativa	Modelo de Efeitos Aleatórios (GLS)			Referencial Teórico
		Coefficiente	p- valor	Significância	
Constante	CONST	190,578	0,00566	***	N.A.
Ano	ANO	-0,0983757	0,00426	***	Variável Teste
Pagamento de Dividendos	DIVDUMMY	0,666917	0,00028	***	Opler et al (1999); Kim et al (1998); Pinkowitz e Williamson (2001); Oskan e Oskan (2004); Stulz et al (2009)
Alavancagem	ALAVANC	0,128562	0,11136	N.S.	Opler et al (1999); Dittmar et al (2003); Kim et al (1998); Pinkowitz e Williamson (2001); Oskan e Oskan (2004)
Tamanho da Empresa	TAM	0,137886	0,01478	**	Opler et al (1999); Dittmar et al (2003); Kim et al (1998); Pinkowitz e Williamson (2001); Oskan e Oskan (2004)
Oportunidades de Investimentos	INV	0,0819898	0,25002	N.S.	Ferreira e Vilela (2004); Opler et al (1999); Jensen (1986)
Endividamento	ENDIV	1,11759	0,00568	***	Ferreira e Vilela (2004); Ozkan e Ozkan (2004)
Maturação da Dívida	MATDIV	1,11392	0,03419	**	Ferreira e Vilela (2004); Opler et al (1999)
Nível de ativos Líquidos	ATLIQ	1,46064	<0,00001	***	Ferreira e Vilela (2004); Stulz et al (2009); Dittmar et al (2003); Opler et al (1999)
Fluxo de caixa	FLCX	0,0033114	0,96036	N.S.	Opler et al (1999); Ferreira e Vilela (2004); Jensen (1986)
Despesas de Capital	CAPEX	-1,32278	0,14332	N.S.	Opler et al (1999); Dittmar et al (2003); Oskan e Oskan (2004); Stulz et al (2009)
Governança Corporativa	GOVDUMMY	0,564063	0,02898	**	Dittmar et al (2003); Stulz et al (2006)
Teste do Chi ²			5,13E-06		N.A.

Nível de Significância de 10% (*), Nível de Significância de 5% (**), Nível de Significância de 1% (***)

Variáveis Não Significativas (N.S.) obtiveram p-valor superior a 0,1. N.A.: Não-Applicável.

A variável ANO possui coeficiente negativo, demonstrando que as empresas analisadas possuem uma tendência a manterem menores níveis de caixa com o passar dos anos, a qual pode ser explicada por Assaf Neto e Silva (2002), no qual o saldo deve ser o mais baixo possível, o suficiente para cobrir as várias necessidades associadas aos fluxos de recebimentos e pagamentos.

De acordo com a figura abaixo, percebe-se que os valores médios da variável ‘caixa’ obtiveram uma queda acentuada a partir do ano de 2009, notadamente no período da crise financeira.

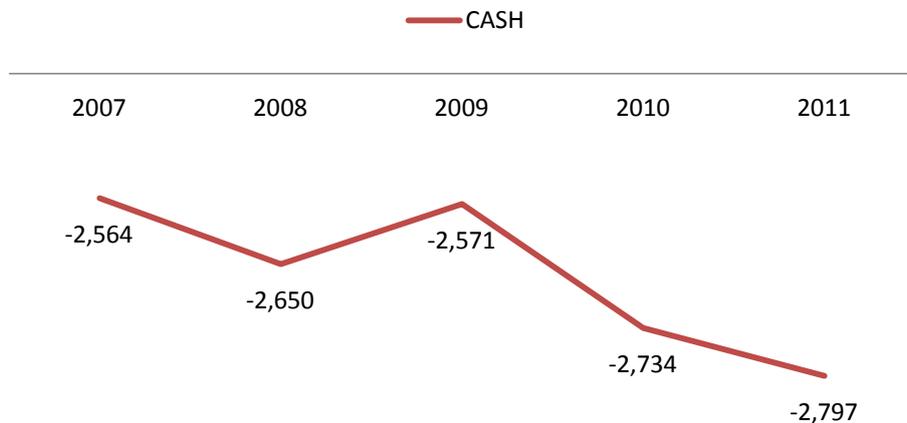


Figura 2 Saldos Médios de Caixa

A crise financeira a partir de 2008 foi o principal motivo que fez cair e encarecer o crédito disponível. Além disso, com a circulação de dinheiro reduzida e o consumo comprometido, o resultado esperado é a contração das economias, uma vez que todos passam a encontrar dificuldade em financiarem seus projetos. No Brasil, esse foi o principal efeito da crise quando ela estourou: a dificuldade em se obter dinheiro.

A variável relacionada às despesas de capital (CAPEX) possui sinal negativo, indicando que quanto maior os dispêndios de capital, menores serão os recursos mantidos em caixa pelas empresas. Os resultados obtidos são consistentes com o resultado esperado, pois as empresas estão investindo mais em ativos produtivos, reduzindo o nível de caixa, conforme exposto por Riddick e Whited (2009).

Ao se analisar os resultados da variável ‘TAM’ (Tamanho da Empresa), percebe-se que obteve sinal positivo e isto corresponde ao sinal encontrado nos modelos para países desenvolvidos, pois as empresas maiores possuem elevados níveis de caixa, pois foram bem sucedidas no passado e, obtiveram, conseqüentemente, maior desempenho, possibilitando desenvolvimento e acúmulo de caixa (Opler et al, 1999).

O determinante “Pagamento de Dividendos” possui sinal diferente do esperado, contrariando a hipótese de que o efeito do pagamento de dividendos é negativo, atuando como substituto de liquidez. Uma possível explicação é sustentada pela *Static Tradeoff Theory*, na qual as empresas com boa frequência de pagamento de dividendos ou política de dividendos de longo prazo demandam maiores níveis de caixa (Dittmar et al, 2003 e Ozkan & Ozkan, 2004).

Os resultados indicam que a governança corporativa (GOVDUMMY) está positivamente relacionada com o caixa, ou seja, empresas com maiores níveis de governança tendem a manter maiores montantes em caixa. Estes resultados foram consistentes com a visão *Static Tradeoff Theory*, em que as empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem uma maior confiança dos acionistas para com os gestores, os quais possuem maiores níveis de caixa a sua disposição.

Ao analisar as “Oportunidades de Investimento”, percebe-se que a variável INV possui sinal positivo e é consistente com o resultado esperado pelas três teorias anteriormente

apresentadas, uma vez que as empresas com melhores oportunidades de investimento irão manter maiores níveis de dinheiro para que possam evitar dificuldades financeiras.

O determinante do nível de alavancagem (ALAVANC) apresentou sinal divergente do resultado esperado, pois os principais estudos empíricos apresentam uma relação negativa entre a alavancagem e o nível de caixa, os resultados apresentados nesta pesquisa indicam uma relação positiva com o nível de caixa. As teorias que suportam tais resultados são Teoria da Agência e *Static Tradeoff Theory*. A *Static Tradeoff Theory* argumenta que as firmas tendem a manter um colchão de liquidez para evitar risco de insolvência, pois ao mesmo tempo em que acumulam caixa, as empresas também acumulam dívidas (Ferreira & Vilela, 2004). Já a Teoria da Agência, proposta por Jensen (1986), indica que os gestores buscam se proteger dos riscos financeiros da alta alavancagem estocando caixa para aumentar seu poder discricionário.

Cabe destacar que a variável ENDIV possui coeficiente positivo e, cujo resultado também foi contrário ao esperado. É possível que esta relação esteja atrelada ao período de crise financeira, uma vez que as empresas possuem acesso restrito de capital e, assim, optam por manter dinheiro em caixa ao invés de reduzir seu endividamento, pois num período de incertezas, as empresas possuem dificuldades em se obter dinheiro. A tendência das empresas manterem seus níveis de endividamento pode ser observada pelo gráfico abaixo:

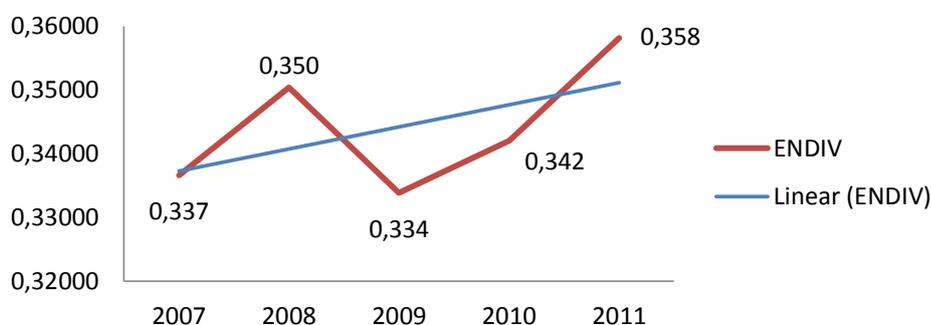


Figura 3 Saldos Médios de Endividamento

Em relação à variável “Ativos Líquidos” (ATLIQ), nota-se uma relação positiva e esta é diferente ao proposto por Ferreira e Vilela (2004). Esse fato decorre, principalmente, da introdução do conceito de “*equivalentes de caixa*” proposto pelas normas internacionais de contabilidade e que foi considerado nas variáveis em estudo. Com base no Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2) – Demonstração dos Fluxos de Caixa (2009), os equivalentes de caixa são constituídos por aplicações financeiras de curto prazo, de alta liquidez, que são prontamente conversíveis em montante conhecido de caixa e que estão sujeitas a um insignificante risco de mudança de valor.

Assim, é esperado que as empresas optem por manter maiores níveis de equivalentes de caixa ao invés de outros ativos líquidos, dado que possuem baixo risco e, isto pode ser acentuado pelo período da crise financeira, como motivo de precaução.

De acordo com os resultados, a variável “Maturação da Dívida” (MATDIV), que está relacionada com a maturação da dívida, possui coeficiente positivo e é consistente com o esperado, conforme proposto por Ferreira e Vilela (2004), ou seja, as empresas com as melhores classificações no mercado de crédito têm melhor acesso a empréstimos e, mantém menores níveis de caixa, por motivos precaucionais, o que faz com que a maturidade da dívida seja positivamente relacionada com o saldo de caixa.

Novas Perspectivas na Pesquisa Contábil

Por fim, a variável “FLCX” (Fluxo de Caixa) possui coeficiente positivo e é consistente com o esperado de acordo com a teoria *Pecking Order*, uma vez a partir de uma maior geração de caixa, as firmas tendem a acumular mais caixa (Opler et al, 1999). Com isso, espera-se que empresas com maiores fluxos de caixa tenham mais caixa, pois desta forma, quando há necessidade de dinheiro, as empresas não precisarão incorrer em dívidas, conforme proposto por Ferreira e Vilela (2004). Este resultado também pode estar atrelado à teoria do *Free Cash Flow* (Jensen, 1986), na medida em que o caixa acumulado em excesso propicia um risco menor e maior poder discricionário aos administradores.

5. Considerações Finais

A gestão financeira precisa estar baseada e orientada por um planejamento de suas disponibilidades para ser eficaz. O planejamento financeiro a longo prazo busca antecipar o impacto da implementação de ações projetadas acerca da situação financeira da empresa, indicando ao gestor se haverá excesso ou insuficiência de recursos financeiros. Já o planejamento financeiro a curto prazo procura estimar detalhadamente as entradas e as saídas de dinheiro geradas pela própria atividade da empresa. E, por último, o planejamento operacional destina-se ao controle preciso das disponibilidades para minimizar os encargos financeiros dos empréstimos e maximizar os rendimentos das aplicações financeiras (Groppelli & Nikbakht, 1998).

Cabe ressaltar que há limitações no período que abrange as demonstrações contábeis em estudo, uma vez que possui importantes acontecimentos que podem impactar nos resultados obtidos, porém, estes acontecimentos afetaram o mercado como um todo, uma vez que a mais recente crise financeira internacional de 2008/2009 afetou o mercado, principalmente de crédito e cambial, colocando em risco a sobrevivência de várias empresas. Além disso, a amostra possui um período relativamente curto (cinco anos) e limitado à adoção das práticas contábeis internacionais, com a introdução da Lei 11.638/07, a qual provocou uma série de mudanças nos padrões contábeis e que pode influenciar nos resultados obtidos.

Pode-se concluir que os fatores determinantes do saldo de caixa mantido pelas empresas, notadamente, àquelas pertencentes ao setor de consumo, são: Ano, Pagamento de Dividendos, Endividamento e Nível de Ativos Líquidos. Estes resultados encontram respaldo, principalmente, ao período de crise financeira, dado que algumas empresas buscam manter saldos consideráveis de caixa e equivalentes de caixa, estes, principalmente, pelo risco ser menor. Isto pode ser explicado pelo fato de que as empresas tendem a manter um colchão de liquidez para evitar risco de insolvência, pois ao mesmo tempo em que acumulam caixa, as empresas também acumulam dívidas.

Por isso, a abrangência de períodos maiores de tempo, sobretudo, pós-crise, poderiam favorecer os achados, proporcionando resultados mais consistentes aos referenciais teóricos.

Por meio de todos esses expostos, a autora acredita ter cumprido os objetivos propostos. No entanto, sabe-se o estudo de determinantes de saldo de caixa das empresas encontra-se longe de ter sido suficientemente explorado, demandando, assim, o desenvolvimento de novas pesquisas e, sobretudo, com o uso de amostras e períodos de abrangência maiores. Diante disso, as pesquisas que envolvam fatores que interferem no saldo de caixa das empresas abrem novas oportunidades de investigação, pois são abrangentes e envolvem diferentes teorias, de modo que análises mais profundas que envolvam a gestão de caixa das empresas são sugestões para investigações futuras.

Assim sendo, o presente estudo encoraja as empresas a um melhor gerenciamento do saldo de caixa, além de uma maior compreensão dos impactos econômicos sobre esses recursos, demonstrando que um planejamento eficiente de recursos é uma decisão relevante a ser tomada pelas empresas, principalmente em períodos de instabilidade econômica, pois sendo o caixa o “sangue” de todas as empresas, pode-se garantir que administrá-lo corretamente pode ser de grande valia para uma melhor gestão financeira da organização, uma vez que sem ele, a empresa não sobrevive o bastante para realizar seus lucros.

Referências

- Assaf Neto, A. (2012). *Finanças Corporativas e Valor*. 6. ed. São Paulo: Ed. Atlas.
- Assaf Neto, A. & Silva, C. A. T. (2002). *Administração do Capital de Giro*. 3ª Ed. São Paulo: Ed. Atlas.
- Barreto, A. V. P. & Honorato, C. F. (1998). *Manual de sobrevivência na selva acadêmica*. Rio de Janeiro: Objeto Direto.
- Bates, T. W., Kahle, K. M. & Stulz, R. M. (2009). Why do US Firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64, 1985–2021.
- BM&FBOVESPA - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. (2012). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 16/09/2012.
- CPC - Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2010). Pronunciamento Técnico CPC 03 (R2) Demonstração dos Fluxos de Caixa. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br>>. Acesso em: 19/07/2013.
- CVM - Comissão de Valores Mobiliários. (2012). Disponível em: <www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16/09/2012.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J. & Servaes, H. (2003). International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133.
- Ferreira, M. A. & Vilela A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10 (2), 295-319.
- Foley, C. F., Hartzell, J. C., Titman, S. & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86, 579-607.
- García-Teruel, P. J. & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME Cash Holdings: Evidences from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35, 127-149.
- García-Teruel, P. J.; Martínez-Solano, P. & Sánchez-Ballesta, J. P. (2008). Accruals quality and corporate cash holding. *Accounting and Finance*, 1-21.
- Garrison, R. H., et al. (2007). *Contabilidade Gerencial*. 11º ed. Rio Janeiro: LTC.

- Gitman, L. J. (2006). *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Ed. Pearson.
- Groppelli, A. A. & Nikbakht, E. (1998). *Administração financeira*. Tradução de André Olimpio Mosselman Du Chenoy Castro. 3.ed. São Paulo: Saraiva.
- Hsiao, C. (1986). *Analysis of panel data*. Cambridge: Cambridge University Press.
- IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2013). *Governança Corporativa*. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20>>. Acesso em: 25/03/2013.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Keynes, J. M. (1982). *Os motivos psicológicos e empresariais para a liquidez*. In: *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Ed. Atlas.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment*. In: *Interest and Money*. Harcourt Brace: London.
- 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.
- Mátyás, Lázló & Sevestre, P. Eds (1992). *The Econometrics of Panel Data: Handbook of Theory and Applications*, Dordrecht: Kluwer Academic Publishers.
- Miller, M. & Orr, D. (1966). A model of the demand for money by firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 81, 413-435.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52, 3-46.
- Ozkan, A. & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28, 2103-2134.
- Riddick, L. A., Whited, T. M. (1995). The corporate propensity to save. *Journal of Finance*, 64, 1729-1766.
- Srinivasan, V. & Kim, Y. H. (1986). Deterministic cash flow management: state of art and research directions. *OMEGA – International Journal of Management Sciences*, 14(2), 145-166.
- Villalba, G. B. & Sousa, A. F. (2001). Modelos de Administração de Caixa - Análise Empírica. *Anais do V SEMEAD*.
- Wooldridge, J. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: MIT Press.