

## **ESTRUTURA DO PROJETO DE PESQUISA**

### **1. Título:**

**ESTOCAGEM DE LIQUIDEZ: ANÁLISE ENTRE EMPRESAS MULTINACIONAIS BRASILEIRAS E EMPRESAS DOMÉSTICAS NEGOCIADAS NA B3**

### **2. Área (s)/Linha (s) de Pesquisa contempladas (homologadas no CONEPE):**

Área: Ciências sociais aplicadas

Área predominante: Ciências Contábeis – Contabilidade e Gestão

### **3. Resumo (no máximo 300 palavras):**

A discussão sobre retenção de caixa é um dos aspectos relevantes em finanças corporativas e tem sido o foco de diversas pesquisas acadêmicas. Ao tratar das empresas internacionalizadas, a literatura empírica relata estudos que apresentam resultados diferentes para o nível da reserva de caixa nas empresas multinacionais quando comparadas às empresas domésticas, particularmente no que diz respeito às empresas norte-americanas. Dados da Fundação Dom Cabral (2016), mostram que houve, um aumento da inserção das empresas brasileiras ao mercado exterior, sendo que o número de empresas transnacionais cresceu nos últimos onze anos em 191% em nosso país. Este crescimento desperta meu interesse em aprofundar estudos sobre a liquidez corporativa, de modo a investigar se o gerenciamento de caixa entre as empresas brasileiras multinacionais e domésticas seguem tendências similares ou diferentes, do ponto de vista das características específicas das empresas, e se a crise global 2008-2009 e a crise econômica brasileira de 2014-2017 afetaram a política de caixa dessas empresas. No Brasil, são encontrados alguns estudos que testam modelos empíricos para explicar determinantes do nível de caixa pelas características das empresas ou por outros fatores externos como por exemplo, a crise econômica. Porém, não foram encontrados estudos que buscam entender numa análise conjunta, as relações entre retenção de caixa, estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa e internacionalização.

### **4. Palavras chave (no mínimo 3; no máximo 5):**

Estocagem, caixa, governança, internacionalização, propriedade

## 5. Introdução:

O tema liquidez de caixa vem despertando cada vez mais o interesse de pesquisadores na área das finanças corporativas devido aos consideráveis níveis de caixa mantido pelas empresas. Uma das razões pelas quais estudos relacionados a este tema têm reunido esforços da comunidade acadêmica é que determinar o nível de retenção de caixa corporativo é uma questão muito importante para as empresas (GAO; HARFORD; LI, 2013). Se empresas não tiverem caixa suficiente ou ativos líquidos que possam ser facilmente convertidos em caixa ou se não puderem acessar fontes financeiras externas ao enfrentarem dificuldades financeiras, terão que renunciar às oportunidades de investimento rentáveis devido à falta de caixa, comprometendo por sua vez, a maximização da riqueza dos acionistas.

Opler et al. (1999) registram que o nível de caixa das empresas americanas no período entre 1971 a 1994 teve um aumento de 18%, Bates, Kahle e Stulz (2009) relatam que a proporção média de caixa sobre os ativos mais do que dobrou de 10,5% em 1980 para 23% em 2006. Fresard (2010) documenta que as reservas de caixa constituem mais de 20% dos ativos da empresa e analisa que a liquidez corporativa pode ter impacto significativo no desempenho da empresa. Al-Najjar e Belghitar (2011) no cenário britânico, evidenciam que o caixa representa, em média, 9% do total de ativos das empresas.

Almeida et al (2014) enfatizam que as disponibilidades de caixa exercem papel importante nas decisões financeiras das empresas e registram tendência ascendente de liquidez nas empresas dos EUA e no mundo. Segundo os autores entre as empresas não financeiras do S&P500, o nível de caixa aumentou de US\$ 200 bilhões em 1996 para US\$ 1.334 bilhões em 2012.

Examinando a variação das retenções de caixa, em diversos países, Chen *et al.*, (2015) encontraram que o índice médio de caixa em relação ao ativo total variou no período de 1989-2009 de 2,3% na Nova Zelândia, para 3,6% na Rússia, 5,2% na Austrália, 8% na Finlândia, 10,1% na Suécia, 13,7% em Singapura, e 16,6% em Hong Kong.

Em contextos de crise econômica, reservas de caixa elevadas oferecem segurança contra perdas inesperadas e cenários desfavoráveis, contribuindo na manutenção das políticas de investimento da empresa sem abrir mão de projetos rentáveis (FERREIRA; VILELA, 2004). Porém, as vantagens de manter caixa elevado podem não ser benéficas, caso os interesses entre gestores e acionistas não estejam alinhados (GRAHAM; LEARY, 2017). Portanto, a separação entre controle e propriedade é fator que também influencia nas estratégias de estocagem de liquidez das empresas.

Estudos mostram que existem países em que a estrutura de propriedade é bastante dispersa e, nestes casos, os acionistas majoritários geralmente não possuem mais do que 20% das ações das empresas. La Porta et al (1999) argumentam que esse tipo de estrutura é benéfico pelo fato de diminuir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários. No mesmo sentido, Ferreira e Vilela (2004) e Dittmar et al, (2003) fornecem evidências de que uma maior concentração de propriedade é negativamente relacionado ao nível de caixa mantido pelas empresas, uma vez que o controle e a tomada de decisão tendem a ser centralizados.

Campello, Graham e Harvey, (2009) observam que a crise global de 2008 afetou a oferta de capital, conduzindo empresas, especialmente, aquelas com restrições financeiras, a diminuir o nível de caixa e queimar suas reservas para manter suas operações cotidianas, além de adiarem seus planos de investimento. Como financiamento externo torna-se mais caro e de difícil acesso, em períodos de crise, há uma tendência das empresas para aumentar as reservas de caixa em tais circunstâncias (LEE; SONG, 2010).

Ao tratar das empresas internacionalizadas, a literatura empírica relata estudos que apresentam resultados diferentes para o nível da reserva de caixa nas empresas multinacionais quando comparadas às empresas domésticas, particularmente no que diz respeito às empresas norte-americanas.

Foley et al., (2007) atribuem as grandes reservas de caixa de empresas multinacionais a reservas de caixa em suas subsidiárias no exterior, pelo fato de que o lucro repatriado provocaria custos tributários elevados. Os seus resultados evidenciam que empresas multinacionais com subsidiárias localizadas em países cujo carga tributária incidente sobre repatriação de recursos seja elevada, preferem manter elevados níveis de caixa a repatriá-los.

Examinando relações entre culturas nacionais, multinacionalidade e retenção de caixa da empresa, Ramirez e Tadesse (2009) relatam que as empresas multinacionais apresentam comportamento de caixa diferente das domésticas especialmente, por operar em cenário com múltiplas culturas e demonstram que o grau de internacionalização das empresas multinacionais afeta seu nível de caixa, uma vez que o ciclo de negócios é mais longo quando comparado às empresas domésticas.

Em estudo posterior, Chiang e Wang (2011) analisando uma amostra de empresas dos EUA, no período de 2003 a 2008, identificaram que empresas multinacionais retêm mais caixa do que empresas domésticas e que a internacionalização é determinante do cash holdings. Acrescentam ainda, que a liquidez de uma empresa aumenta à medida que a expansão internacional aumenta, mas apenas em níveis baixos de internacionalização. Depois de um certo ponto, entretanto, o caixa da empresa começa a diminuir quando comparado ao crescente grau de internacionalização.

Pinkowitz, Stulz e Williamson (2012) registraram um volume maior da acumulação de caixa pelas empresas americanas, no período pós crise financeira de 2008 e mostraram que as multinacionais eram responsáveis por grande parte do aumento da estocagem de liquidez. Uma possível razão para se explicar o alto nível de caixa nas empresas americanas seria o alto custo tributário de repatriação da renda, o que de certa forma incentiva as corporações multinacionais a manter seus caixas no exterior.

Fernandes e Gonenc (2014) compararam os determinantes de cash holdings nos mercados desenvolvido e emergente usando amostra de 40 países. Dentre os resultados, multinacionais norte-americanas têm aumentado significativamente o seu cash holdings desde a década de 1990 e relatam que este fato não pode ser explicado pelo tratamento fiscal de repatriações de lucro, sugerem a diversificação regional e industrial como explicação para o cash holdings e concluem que quando as empresas de diferentes ambientes se globalizam, as suas necessidades de caixa são também diferenciadas.

Al-Najjar (2013) analisando dados de empresas de países emergentes, incluindo Brasil, China, Índia e Rússia, dentre outros resultados, identifica que as estruturas institucionais exercem influência sobre o comportamento de caixa e acrescenta que importantes fatores da governança corporativa têm sido explorados nos estudos em países desenvolvidos, contudo, requerem uma análise mais aprofundada nos países emergentes.

Estudo mais recente de Graham e Leary (2017), analisou um histórico de quase 100 anos da variação no nível de caixa das empresas americanas, compreendido entre 1920 a 2014. Os resultados demonstram que o aumento médio dos índices de caixa desde 1980 foi impulsionado inteiramente por uma mudança nas políticas de caixa das novas empresas entrantes nas bolsas de valores, enquanto as mudanças dentro da empresa foram negativas ou estáveis desde a Segunda Guerra Mundial. Além disso, o estudo mostra que as características das empresas explicaram pouco a variação nas reservas de caixa ao longo do século. As variáveis testadas que ajudaram a

explicar os motivos de retenção de caixa das empresas são condições macroeconômicas, rentabilidade corporativa, investimento e os incentivos fiscais.

A qualidade da governança corporativa também é um determinante que tem sido associado ao nível de liquidez do caixa e ocupa um papel fundamental na definição das políticas de caixa nas empresas de capital aberto. A noção geral é que o aumento da qualidade da governança impacta num nível mais baixo na reserva de caixa. Neste sentido, Yun (2009) aponta que organizações com melhores estruturas de governança interna mantêm menores níveis de caixa para atender às suas necessidades de liquidez corporativa. Contudo, não são abundantes os estudos a respeito da governança sob a ótica prática do gerenciamento do caixa e, em especial, da retenção de caixa.

Dados da Fundação Dom Cabral (2016), mostram que houve, um aumento da inserção das empresas brasileiras ao mercado exterior, sendo que o número de empresas transnacionais cresceu nos últimos onze anos em 191% em nosso país. Este crescimento desperta meu interesse em aprofundar estudos sobre a liquidez corporativa, de modo a investigar se o gerenciamento de caixa entre as empresas brasileiras multinacionais e domésticas seguem tendências similares ou diferentes, do ponto de vista das características específicas das empresas, e se a crise global 2008-2009 e a crise econômica brasileira de 2014-2017 afetaram a política de caixa dessas empresas. As pesquisas que consideram o nível de caixa e suas implicações nas empresas com origem nos mercados emergentes ainda se encontram em um estágio inicial, existindo uma importante lacuna teórica e empírica para melhor compreensão da estocagem de liquidez nas empresas brasileiras, especialmente, porque em grande parte, a literatura está voltada para países desenvolvidos. As pesquisas que consideram o nível de caixa e suas implicações nas empresas com origem nos mercados emergentes ainda se encontram em um estágio inicial, existindo uma importante lacuna teórica e empírica para melhor compreensão da estocagem de liquidez nas empresas brasileiras, especialmente, porque em grande parte, a literatura está voltada para países desenvolvidos. Deste modo, levando-se em consideração que pode haver diferenças singulares no gerenciamento da liquidez de caixa entre empresas multinacionais e domésticas, este estudo será direcionado pelo seguinte questionamento:

“As empresas multinacionais e domésticas brasileiras, negociadas na B3, apresentam níveis distintos na estocagem de liquidez corporativa, considerando a qualidade da governança, estrutura de propriedade e grau de internacionalização?”

## **6. Objetivos Gerais:**

Analisar se a estocagem de caixa das empresas multinacionais brasileiras apresenta níveis distintos de liquidez comparativamente às demais empresas domésticas brasileiras negociadas na B3.

## **7. Objetivos Específicos:**

- a) Examinar os dados históricos do caixa das empresas multinacionais e domésticas brasileiras entre os anos de 2007 a 2018, considerando os fatores grau de internacionalização, qualidade da governança corporativa e a estrutura de propriedade dessas empresas.
- b) Identificar se as empresas brasileiras dos segmentos de alta tecnologia adotam políticas de retenção de caixa diferentes daquelas dos segmentos da economia tradicional.

- c) Verificar em que medida as crises econômica e financeira de 2008-2009 e 2014-2017 impactaram na política de retenção de caixa do conjunto de empresas analisadas.

## 8. Justificativa:

A discussão sobre retenção de caixa é um dos aspectos relevantes em finanças corporativas e tem sido o foco de diversas pesquisas acadêmicas. Na literatura empírica, existem diversos estudos que se concentram no cash holdings onde se pode constatar análise de fatores e determinantes para a manutenção de caixa sob as mais diversas perspectivas, com destaque para estudos internacionais nos quais se incluem: Guney, Ozkan e Ozkan (2003) Japão, França, Alemanha e nos EUA, Al-Najjar e Belghitar (2011) no cenário britânico, Pinkowitz, Stulz e Williamsom (2013), Sanchez e Yudagul (2013) nos EUA, Al-Najjar (2013) analisa dados de empresas de países emergentes, incluindo o Brasil, Kusnadi e Wei (2011) e Fernandes e Gonenc (2014) com comparações entre 39 países diferentes e Wu, Yang e Zhou (2016) na China, e mais recentemente, Graham e Leary (2017) investigam quase um século de dados de empresas norte americanas.

No Brasil, são encontrados alguns estudos que testam modelos empíricos para explicar determinantes do nível de caixa pelas características das empresas ou por outros fatores externos como por exemplo, a crise econômica. Porém, não foram encontrados estudos que buscam entender numa análise conjunta, as relações entre retenção de caixa, estrutura de propriedade, qualidade da governança corporativa e internacionalização.

Rochman e Dylewski (2011) utilizaram técnicas de dados em painel para analisar os fatores determinantes dos níveis de caixa de empresas do Brasil, Argentina, Chile, México e Peru. Os autores observaram que oportunidade de crescimento e lucratividade foram significantes e possuíram relação positiva ao nível de caixa. Por outro lado, os resultados indicaram que as variáveis de alavancagem e investimento tiveram relação negativa ao nível de caixa. Além disso, outro resultado encontrado foi que as variáveis de tamanho e a *dummy* de dividendos tiveram relação positiva, contrariando o sinal esperado na literatura.

Portal, Zani e Silva (2012), mostram que a sensibilidade dos fundos externos ao fluxo de caixa é negativa no Brasil e que essa reação negativa é sistematicamente menor em empresas restritas financeiramente em relação às empresas não restritas. Além disso, observam que, nas empresas restritas, a sensibilidade do caixa ao fluxo de caixa é positiva, mas que essa associação não é significativa em empresas sem restrições. Os autores concluem que decisões de investimento em empresas restritas faz com que os fundos internos e externos se tornem complementares entre si, ao invés de substitutos, contrariando o relacionamento de substituição sugerido pela teoria *pecking order*.

Dahrouge e Saito (2013), utilizaram modelo dinâmico para avaliar os principais determinantes de ajuste do nível de caixa, nas empresas brasileiras, no período de crise de 2008 e 2009. Foram encontradas evidências de que o comportamento dinâmico de caixa é significativo e os custos de ajuste ao caixa ótimo são altos. Além disso, as empresas mantiveram reservas em caixa com o uso de dívida de longo prazo, devido a indisponibilidade de linhas de crédito para financiar crescimento, fato que implicou negativamente sobre o nível de retenção de caixa.

Sonza e Kloeckner (2014) analisaram a influência da estrutura de propriedade na eficiência das empresas de capital aberto brasileiras. Adicionalmente, agregaram governança corporativa para analisar eficiência produtiva no cenário nacional. Os resultados mostram que a estrutura de propriedade influencia negativamente a eficiência, contrariando grande parte dos estudos

baseados no modelo norte-americano e evidenciando que as peculiaridades dos países devem ser levadas em consideração, principalmente com relação à sua origem legal. Apesar dos resultados encontrados evidenciarem condições particulares das finanças corporativas no Brasil associadas à governança corporativa, o tema liquidez de caixa não foi abordado neste estudo.

Sanvicente et al., (2015) relatam um aumento no montante de caixa das companhias brasileiras de 1999 a 2013. Seus resultados empíricos indicam que retenções em caixa podem ser explicadas pelos motivos de entrincheiramento e prevenção, embora indiretamente, já que a proxy do risco operacional (volatilidade do fluxo de caixa) não foi significativa na análise.

Chalhoub, Kirch e Terra (2015) encontram que o fluxo de caixa operacional é a principal fonte de caixa retido no Brasil, tanto para empresas classificadas com ou sem restrições financeiras.

Arata, Sheng e Lora (2015) buscaram evidências para os efeitos do grau de internacionalização sobre os níveis de caixa em empresas brasileiras e mexicanas, entre os anos de 2006 e 2010. Os resultados encontrados pelos autores sugerem que o grau de internacionalização é um fator determinante nos níveis de caixa mantido pelas empresas, de maneira que a reserva de caixa aumenta conforme o grau de internacionalização cresce. É importante observar que tal comportamento é diferente dos estudos das empresas norte-americanas em Chiang e Wang (2011).

Dutra et al., (2018) analisando os determinantes da retenção de caixa em empresas brasileiras entre 2010 e 2015, identificaram que transação e tributos são os principais motivos de redução da retenção de caixa para as empresas menores. Analisando dados históricos da retenção de caixa, verificaram um aumento no período pré-crise, chegando ao seu maior nível em 2009. Verificam ainda, que houve queda abrupta e uma suavização de 2010 até 2015. Embora argumentado pelos autores essa oscilação de caixa em torno da crise 2008, os resultados não são suficientes para explicar o motivo das empresas brasileiras continuarem retendo menos caixa nos períodos de 2010 a 2015.

Nesse contexto, compreender o comportamento do caixa nas empresas brasileiras tem se mostrado uma questão relevante para aprimorar conhecimentos no campo das finanças corporativas, especialmente, no caso de empresas de países emergentes, como o Brasil. Deste modo, a pesquisa pretendida se distingue dos estudos anteriores que analisaram estocagem de liquidez corporativa pelos seguintes aspectos: Em primeiro lugar, fornecerá a primeira análise detalhada do comportamento do caixa das empresas brasileiras multinacionais e domésticas, negociadas na B3, considerando conjuntamente, os efeitos da qualidade da governança, estrutura de propriedade e internacionalização sobre o nível de caixa retido. O desafio empírico é que a observação do caixa em empresas brasileiras multinacionais historicamente, tem sido pouco analisada devido ao recente processo de internacionalização das empresas no país e pela dificuldade para identificar de modo confiável, o universo das multinacionais brasileiras. Neste caso, optou-se por usar listagem das empresas que participam do Ranking das Multinacionais Brasileiras, apurado anualmente pela Fundação Dom Cabral (FDC) desde de 2006. Em segundo lugar, apresentará evidências das políticas de retenção de caixa com especial atenção para as empresas dos segmentos de alta tecnologia e da economia tradicional, buscando identificar se existem tendências similares ou distintas do ponto de vista das características específicas desses segmentos.

A terceira contribuição será oferecer explicações dos possíveis impactos das crises econômicas de 2008-2009 e 2014-2017 na política de estocagem de liquidez do conjunto de empresas analisadas. Neste sentido, a pesquisa evidenciará se houve diferenças antes e depois das crise financeira global e crise econômica brasileira na retenção de caixa das empresas brasileiras.

## 9. Resultados Esperados:

Fornecerá a primeira análise detalhada do comportamento do caixa das empresas brasileiras multinacionais e domésticas, negociadas na B3, considerando conjuntamente, os efeitos da qualidade da governança, estrutura de propriedade e internacionalização sobre o nível de caixa retido.

Apresentará evidências das políticas de retenção de caixa com especial atenção para as empresas dos segmentos de alta tecnologia, buscando identificar se existem tendências similares ou distintas do ponto de vista das características específicas desses segmentos.

Oferecerá explicações dos possíveis impactos das crises econômicas de 2008-2009 e 2014-2017 na política de estocagem de liquidez do conjunto de empresas analisadas.

Preencherá importante lacuna teórica e empírica sobre cash holdings nas empresas multinacionais de origem em mercados emergentes, especialmente no Brasil.

## 10. Hipóteses ou Questões Problemas:

Seguindo na direção da literatura empírica que documenta que o nível de caixa é influenciado por diversos fatores específicos das empresas Opler et al. (1999), Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003), Foley et al (2007), Bates, Kahle e Stulz (2009) são apresentadas a seguir, as hipóteses que se pretende testar no desenvolvimento desta pesquisa. O primeiro aspecto a ser explorado neste estudo, está relacionado às empresas com amplas atividades no exterior, ou seja, as multinacionais. Foley et al (2007) demonstram que empresas multinacionais com subsidiárias localizadas em países que exigem elevada carga tributária incidente sobre repatriação de ganhos preferem conservar estes recursos em caixa ao invés de repatriá-los. Fernandes e Gonenc (2014) identificaram que empresas multinacionais em mercados emergentes frequentemente, precisam de mais caixa para sustentar sua expansão internacional, enquanto as empresas de mercados desenvolvidos têm por regra menos necessidades de liquidez. Resultados do estudo de Arata, Sheng e Lora (2015) sugerem que o grau de internacionalização é um fator determinante nos níveis de caixa mantido pelas empresas, de maneira que o nível de caixa aumenta conforme o grau de internacionalização cresce (ARATA; SHENG; LORA, 2015). Empresas multinacionais com afiliadas localizadas em países em que a carga tributária sobre repatriação de recursos é elevada, podem preferir manter elevados níveis de caixa a repatriá-los (FOLEY ET AL., 2007). No Brasil, o pagamento de juros sobre capital próprio constitui em despesa dedutível para o pagamento do imposto de renda podendo este benefício fiscal incentivar as empresas distribuir caixa excedente para seus acionistas ao invés de mantê-lo como reserva de caixa. Assim, a primeira hipótese do estudo é:

H1 - O grau de internacionalização implica em diferentes níveis de caixa mantido pelas empresas multinacionais e domésticas brasileiras.

A questão das práticas de governança corporativa é relevante em todo o mundo, mas é particularmente importante nos mercados emergentes (CAMPELLO 2012). Para Dittmar et al (2007) a governança corporativa melhora significativamente o valor de uma empresa e otimiza o

uso das reservas de caixa. Entretanto, Bates *et al* (2009) usando o índice GIM (Gompers, Ishii & Metrick, 2003) não encontraram relação significativa entre governança corporativa e estocagem de liquidez. Por sua vez, Al-Najjar (2013) argumenta que importantes fatores da governança corporativa têm sido explorados nos estudos dos países desenvolvidos, contudo, requerem uma análise mais aprofundada nos países emergentes. Os níveis de caixa de uma empresa também são influenciados pelo ambiente do negócio e pelos mecanismos de monitoramento das ações dos gestores (CHEN ET AL., 2012). Neste sentido, o estudo busca testar a seguinte hipótese:

H2 – A qualidade de governança representada pela participação das empresas nos níveis diferenciados de governança da B3 implica na manutenção de nível de caixa distinto entre as empresas multinacionais e domésticas brasileiras.

Uma terceira perspectiva do estudo busca explorar em que medida a estrutura de propriedade pode influenciar na estocagem de liquidez das empresas brasileiras. Segundo Demsetz e Lehn (1985) empresas de um mesmo país podem apresentar diferentes níveis de concentração da propriedade devido a características intrínsecas a elas ou ao seu setor de atividade. Além disso, são encontrados resultados que evidenciam países em que a estrutura de propriedade é bastante dispersa e, nestes casos, os acionistas majoritários geralmente não possuem mais do que 20% das ações das empresas. La Porta et al (1999) argumentam que esse tipo de estrutura é benéfico devido ao fato de diminuir a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelos majoritários.

Por outro lado, Ferreira e Vilela (2004) e Dittmar et al, (2003) fornecem evidências de que uma maior concentração de propriedade é negativamente relacionado ao nível de caixa mantido pelas empresas, uma vez que o controle e a tomada de decisão tendem a ser centralizados. No Brasil, o mercado de capitais é caracterizado pela emissão de duas classes de ações, ordinárias com direito a voto e preferenciais sem direito a voto. Este fato de acordo com Silveira et al (2004) favorece a separação entre propriedade e controle e esvazia a relação “uma ação um voto”, podendo afetar decisões sobre o gerenciamento de caixa. Desta forma, elaborou-se a seguinte hipótese:

H3 – As empresas multinacionais brasileiras que integram o grupo de melhor nível de governança corporativa e que tem estrutura de propriedade concentrada mantém nível de caixa diferenciado das demais que não integram esse grupo e compõe a amostra.

A pesquisa pretende também evidenciar políticas de estocagem de liquidez das empresas brasileiras dos segmentos de alta tecnologia e empresas da economia tradicional, buscando identificar se existem tendências similares ou distintas do ponto de vista das características específicas desses segmentos. A intensidade tecnológica refere-se ao nível de conhecimento incorporado aos produtos das empresas de cada setor industrial e é calculada levando em consideração o percentual de gasto em pesquisa e desenvolvimento (P&D) sobre a produção (OECD, 2015). Graham e Leary (2017) analisando um histórico entre 1920 a 2014 da variação no nível de caixa das empresas americanas demonstram que o aumento no nível de caixa, desde 1980 foi estimulado por uma mudança nas políticas de caixa das novas empresas entrantes nas bolsas de valores que vão à mercado com volume alto de reserva de caixa. Acrescentam ainda, que esse efeito “Nasdaq” é mais acentuado principalmente, nas empresas dos segmentos de saúde e tecnologia. Assim, é elaborada a hipótese:



H4 – As empresas brasileiras dos setores de alta e média-alta tecnologia adotam políticas de retenção de caixa diferentes daquelas de classificação de intensidade tecnológica inferior.

Almeida et al. (2006) investigaram como os choques macroeconômicos afetam o caixa das empresas e seu nível de retenção. Para os autores, as empresas tendem a ter maior retenção de caixa em períodos de crises macroeconômicas. Em período de crise os recursos externos são escassos, mais onerosos, o acesso é limitado e há um esforço maior das empresas para aumentar suas reservas de caixa neste cenário adverso (LEE & SONG, 2010).

Pinkowitz, Stulz e Williamson (2012) registraram aumento no nível de caixa das empresas americanas no período pós crise financeira de 2008 e fornecem evidências de que as empresas multinacionais após 1998 têm altas reservas de caixa quando se tornam multinacionais. Esses resultados sugerem que o tipo de empresas que são ou se tornam multinacionais possuem atributos únicos que torna a reserva de caixa fator de grande importância.

Dutra et al., (2018) analisando os determinantes da retenção de caixa em empresas brasileiras entre 2010 e 2015, constata um aumento no período pré-crise, chegando ao seu maior nível em 2009. Verificam ainda, que houve queda abrupta e uma suavização de 2010 até 2015. Embora argumentado pelos autores essa oscilação de caixa em torno da crise 2008, os resultados não são suficientes para explicar o motivo das empresas brasileiras continuarem retendo menos caixa nos períodos de 2010 a 2015. Devido a estes fatores, as seguintes hipóteses são formuladas:

H5 - Durante os períodos das crises 2008-2009 e 2014-2017, as empresas multinacionais brasileiras com maior grau de internacionalização retêm reserva de caixa diferenciada das empresas brasileiras domésticas.

H6 – Empresas multinacionais brasileiras participantes dos níveis diferenciados de governança da B3 mantêm reserva de caixa distinto das empresas domésticas nos períodos das crises 2008-2009 e 2014-2017.

H7 – Durante os períodos das crises de 2008-2009 e 2014-2017, as empresas brasileiras de maior nível de internacionalização, que integram o grupo de melhor nível de governança corporativa e que tem estrutura de propriedade concentrada, mantêm nível de caixa diferenciado das demais que não integram esse grupo e compõe a amostra.

As hipóteses estão sujeitas à validação do modelo de regressão proposto cuja finalidade é desenvolver análise detalhada do comportamento do caixa das empresas brasileiras multinacionais e domésticas, negociadas na B3, considerando a qualidade da governança, estrutura de propriedade, nível de internacionalização e os efeitos das crises 2008-2009 e 2014-2017 sobre o nível de caixa retido.

## **11. Materiais e Métodos:**

Para investigar os fatores que possam determinar diferentes níveis de caixa entre as empresas nacionais buscou-se primeiramente, identificar uma forma mais adequada para extrair amostra comparável no mercado acionário brasileiro entre empresas domésticas e multinacionais. Assim, a amostra de empresas multinacionais brasileiras será extraída da listagem de participantes do Ranking das Multinacionais Brasileiras, publicada anualmente pela Fundação Dom Cabral (FDC), com dados a partir de 2006. Optou-se por esse banco de dados porque apresenta anualmente, o desempenho das empresas brasileiras com plantas produtivas no exterior, especialmente em relação ao investimento de ativos, volume das vendas e mão de obra empregada no exterior. Quanto às empresas domésticas, a amostra será composta de empresas brasileiras de capital aberto, listadas na B3, entre os anos 2007 até 2018 excluindo as instituições financeiras por apresentarem estrutura contábil e política de caixa diferenciada, o que pode enviesar as análises deste estudo. A opção pela exclusão das organizações financeiras está alinhada aos estudos de Opler et al. (1999), Bates et al (2009), Chiang e Wang (2011), Pinkowitz (2012), Al-Najjar (2013), Fernandes e Gonenc (2016), Wu, Yang e Zhou (2017), Gu (2017).

#### Base de dados

Indicadores empresariais sobre o volume de vendas das subsidiárias no exterior, investimentos externos e índice de transnacionalidade serão coletados nos relatórios anuais publicados pela Fundação Dom Cabral, cujo primeiro ano de publicação é 2007. Os dados de adesão aos níveis de governança corporativa da B3 (níveis 1, 2 e Novo Mercado), serão coletados diretamente no site da B3. Quanto aos setores, participações acionárias, dados de mercado e informações contábeis, serão coletados do sistema Economatica® que reúne em sua base, dados e informações oficiais da B3 como por exemplo, Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), controle acionário e demais informações relevantes sobre as empresas de capital aberto negociadas na B3.

#### Crítérios de classificação das empresas

Diante da proposta deste estudo que objetiva investigar possíveis diferenças no gerenciamento de caixa das empresas brasileiras, a amostra será classificada conforme abaixo especificado:

##### Empresas multinacionais e empresas domésticas

Inicialmente, para classificação da empresa multinacional (EMN) ou empresa doméstica (EDO) será atribuída variável *dummy* com valor 1 (um), caso seja empresa com ações negociadas na B3 e que participe do ranking anual das multinacionais brasileiras da FDC e valor 0 (zero) caso contrário. Quanto ao grau de internacionalização (GDI), na literatura são identificadas maneiras distintas para mensurar GDI das empresas, conforme Sullivan (1994), Doukas e Pantzalis (2003). Por outro lado, a *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) propõe como medida a proporção das vendas externas em relação às vendas totais; proporção de ativos estrangeiros em relação aos ativos totais; e proporção do número de funcionários no exterior em relação ao total de funcionários. Posteriormente, calcula-se a média dos três índices para compor o índice geral de transnacionalidade de cada empresa (FDC, 2008). Neste sentido, os dados relativos ao grau de internacionalização das empresas serão coletados no *Ranking das Transnacionais Brasileiras* publicado anualmente, pela Fundação Dom Cabral, que adota como critério para a apuração desse indicador, empresas que

tenham ativos, presença física e empregados alocados em tempo integral no exterior de acordo com a metodologia da UNCTAD. Empresas que apresentarem GDI acima da mediana serão classificadas com alto GDI e aquelas classificadas abaixo da mediana como baixo GDI. Será utilizado variável *dummy* GDI para classificar as empresas pelo grau de internacionalização e atribuído valor 1 (um) se o GDI estiver acima da mediana e 0 (zero), caso contrário.

#### Qualidade da governança

Esta variável será medida pela participação das empresas na listagem do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada da B3. A adesão aos segmentos diferenciados de governança corporativa da B3 é voluntária e as empresas são classificadas em um dos seguintes segmentos especiais: Novo Mercado (NM), é o nível mais elevado de exigências de regras diferenciadas de governança corporativa, o Nível 2 (N2) considerado intermediário e o Nível 1 (N1), o de menor exigência de adoção de regras diferenciadas de governança corporativa. Chen et al. (2012) demonstram que os níveis de caixa das empresas são influenciados pelo ambiente do negócio e pelos mecanismos de monitoramento das ações dos gestores. Neste estudo, em primeiro lugar, será observada a listagem das empresas nos segmentos especiais de governança no fechamento de cada ano entre o período de 2007 a 2018 e o efeito da adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa no gerenciamento de caixa, analisando separadamente dados de empresas brasileiras domésticas e multinacionais. Será utilizado como proxy variável *dummy* que assumem valor 1 (um), para empresa participante de determinado segmento da listagem (NM, N2 ou N1) e 0 (zero), caso contrário. Espera-se que empresas com melhores práticas de governança corporativa mantenham níveis mais baixos de caixa enquanto que nas empresas com menor comprometimento com essas práticas, os níveis de caixa sejam maiores.

#### Estrutura de propriedade

Estudos anteriores evidenciam a persistência da forte concentração da propriedade do capital e do controle nas empresas brasileiras (Valadares e Leal, 2000). Dentre os principais tipos de acionistas, as famílias são frequentemente mais expressivas, conforme resultados do estudo de La Porta et al. (1999). A estrutura de propriedade familiar é definida segundo Claessens et al., (2002) quando há a presença de um indivíduo ou um grupo de pessoas ligadas por laços de sangue ou casamento, com participações de propriedade de grandes dimensões. Neste estudo, a estrutura de propriedade será analisada pela concentração de ações do principal acionista, cuja finalidade é capturar a concentração no direito sobre o caixa do maior acionista e avaliar se há influência do controle acionário sobre o nível de caixa das empresas brasileiras multinacionais e domésticas. Assim, a *proxy* direito de propriedade sobre o fluxo de caixa (DPROP) será calculada pela razão entre o volume das ações ordinárias e preferenciais em poder do maior acionista em relação ao total de ações da empresa. Também será aplicada variável *dummy* (CFAM) para acionista controlador familiar, que receberá valor 1 (um) nos casos em que o acionista controlador for uma família ou um indivíduo com participação mínima de 10% e valor 0 (zero) caso contrário, conforme definido em La Porta et al. (1999).

#### Definição das Variáveis

I - variável dependente

Estocagem de liquidez (ELI) será a variável dependente da pesquisa. Segundo Bates et al. (2009) caixa e equivalentes de caixa sobre ativos líquidos é a forma utilizada para medir a parte dos ativos da empresa retidos em caixa. De igual modo, Pinkowitz et al. (2012) afirmam que o índice de caixa/ativos é a forma tradicional de se medir quanto uma empresa retém de caixa. Define-se estocagem de liquidez (ELI) como caixa e equivalentes de caixa dividido pelo total do ativo. Essa variável também foi utilizada nos estudos de: Kim et al. (1998), Opler et al. (1999), Hardford et al. (2008) e Graham e Leary (2017).

$$ELI = \frac{\text{Caixa} + \text{Equiv. Caixa}}{\text{Ativo Total}}$$

II - Variáveis independentes ou de controle:

Como variáveis de controle, neste estudo serão considerados fatores específicos das empresas como: tamanho, alavancagem, fluxo de caixa, investimentos de capital, capital de giro líquido e oportunidades de investimento.

Tamanho da empresa (TAM) - O tamanho é um importante variável de controle e será medida pelo logaritmo natural do ativo total como em Opler et al. (1999) e Graham e Leary (2017). Empresas de tamanho menor retêm mais caixa (OPLER ET AL., 1999; GAO, HARFORD E LI, 2013). Empresas maiores e com economias de escala retêm menos caixa (BATES ET AL, 2009). Al-Najjar (2013) investigou as políticas de caixa em países emergentes, englobando o Brasil, China, Índia e Rússia e no caso específico do Brasil, o autor conclui que o tamanho não é um determinante significativo das políticas de caixa nas empresas brasileiras. Já, Dahroug e Saito (2013) ao investigarem como as empresas brasileiras ajustam nível de caixa nos anos da crise internacional que ocorreu entre 2008 e 2009, encontram que a variável “tamanho” apresentou um sinal negativo, demonstrando que quanto maior a empresa menor é o nível de caixa mantido por ela. É esperado uma relação negativa entre nível de caixa e tamanho da empresa.

$$Tam = Ln \text{ do Ativo Total}$$

Alavancagem (ALV) - Para Ferreira e Vilela (2004) o índice de alavancagem funciona como uma *proxy* para medir a capacidade das empresas de emitir dívida e mostram que quanto maior a capacidade da empresa de se alavancar menor a necessidade reter caixa. Por outro lado, se a dívida for elevada, as empresas utilizarão o caixa para reduzir o endividamento, resultando em uma relação negativa entre alavancagem e nível de caixa (BATES ET AL., 2009). A alavancagem é definida pela razão entre dívidas financeiras totais de curto e longo prazos, divididos pelos ativos totais (Opler et al (1999); Ozkan e Ozkan (2004) Bates et al (2009). Espera-se que a empresa utilize o caixa para reduzir seu endividamento e, portanto, uma relação negativa entre ELI e ALV.

$$ALV = \frac{\text{Dívidas Financeiras de Curto e Longo}}{\text{Ativo Total}}$$

Fluxo de Caixa (FLC) - Empresas com maiores fluxos de caixa acumulam mais caixa (BATES

ET AL.,2009). No Brasil, Chalhoub, Kirch e Terra (2015) encontram que o fluxo de caixa operacional é a principal fonte de caixa retido, tanto para empresas com ou sem restrições financeiras. A proxy da geração de caixa será medida pelo EBITDA (*Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), dividido pelo ativo Total. É esperado que ELI varie positivamente com o fluxo de caixa das empresas.

$$FLC = \frac{EBITDA}{Ativo\ Total}$$

Investimento de Capital (INCAP) ou *Capital expenditures to assets (Capex)* - Bates et al (2009) destacam que despesa de capital cria ativos que podem ser utilizados como garantia, podendo aumentar a capacidade de dívida e reduzir a demanda por caixa. Ao mesmo tempo, conforme os autores, esses gastos poderiam significar custos de dificuldades financeiras e/ou melhores oportunidades de crescimento futuro, o que pode gerar maior nível de caixa. Os resultados empíricos encontrados em Bates et al (2009) apontam para uma correlação negativa, no sentido de que a firma consome caixa para gerar colateral. Seu cálculo será formado pela razão entre gastos com ativo imobilizado dividido pelo total de ativos.

$$INCAP = \frac{Ativo\ Imobilizado}{Ativo\ Total}$$

Capital de Giro Líquido (CGL) - O capital de giro líquido segundo Ferreira e Vilela (2004) é utilizado como uma *proxy* para ativos líquidos e são vistos como substitutos para caixa. Considera-se o capital de giro líquido como um substituto ao caixa devido à rápida conversibilidade e, portanto, liquidez, conforme Opler et al (1999), Ozkan e Ozkan (2004), Pinkowitz et al. (2012). O cálculo será: ativo circulante deduzido o caixa, menos passivo circulante divididos pelo ativo total. Espera-se que empresas com maior nível de ativos líquidos mantenham menor reserva em caixa, conforme proposto por Ferreira e Vilela (2004).

$$CGL = \frac{(Ativo\ Circulante - Caixa) - Passivo\ Circulante}{Ativo\ Total}$$

Oportunidades de investimento (OPINV) - Empresas com maiores oportunidades de investimento tendem a reter caixa para realizar investimentos e obter maiores ganhos, conforme Opler et al. (1999); Ferreira e Vilela (2004); Ozkan e Ozkan (2004). Para a proxy oportunidade de investimento optou-se pelo cálculo do Q de Tobin e será estimado pelo método de aproximação de Chung e Pruitt (1994). Será calculado do seguinte modo: valor de mercado das ações totais mais valor total da dívida (calculado pelo passivo circulante menos ativo circulante), mais passivo não circulante dividido pelos Ativos Totais. Espera-se uma associação positiva entre os níveis de caixa das empresas e suas oportunidades de investimento.

$$Q = \frac{(\text{Valor de mercado das ações ON} + \text{PN}) + (\text{Valor contábil da dívida})}{Ativo\ Total}$$

CRISES - será incluída variável *dummy* no modelo com o objetivo de verificar mudanças de nível de caixa causadas nos períodos das crises de 2008-2009 e 2014-2017. Dessa forma, a *dummy* CrisePre para separar o período anterior à 2008, *dummy* Crise8\_9 que corresponde aos

anos da crise 2008 a 2009, e *dummy* FCri10 referente aos anos de 2010 a 2012 pós crise. De igual modo, serão utilizadas *dummy* para separar período anterior à crise 2014-2017, sendo *dummy* CrisePre2 para o ano de 2013, *dummy* Crise14\_17 para os anos 2014 a 2017, e *dummy* FCri para os anos seguintes. Será atribuído 1 para o ano de interesse e 0 (zero) caso contrário.

*Dummies* para Crise 2008-2009:

CrisePre = 1 se período anterior à 2008  
0 se for o contrário

Crise8\_9 = 1 se período for 2008 e 2009  
0 se for o contrário

FCri10 = 1 se período for 2010 a 2012 e 0 (zero) se for o contrário

*Dummies* para Crise 2014-2017:

CrisePre2 = 1 se período for 2013  
0 se for o contrário

Crise14\_17 = 1 para anos 2014 a 2017  
0 se for o contrário

FCri = 1 se for ano após 2017 e 0 (zero) se for o contrário

Intensidade Tecnológica - Os níveis de caixa de uma organização podem variar de acordo com os diferentes setores (GAO; HARFORD; LI, 2013; GRAHAM E LEARY, 2017). Sendo assim, será utilizada uma variável *dummy* TECHNOLOGY para evidenciar nível de caixa entre empresas dos diferentes setores por intensidade tecnológica, especialmente, analisando os resultados das empresas dos setores da alta e média-alta intensidade tecnológica com demais empresas da economia tradicional. Será adotado a classificação da OCDE que ranqueia os setores por intensidade tecnológica. Assim, Technology = 1 (um) se for empresas pertencentes aos setores classificados com alta ou média-alta intensidade tecnológica e 0 (zero) para as empresas pertencentes aos demais setores.

### Modelo econométrico e regressões

O modelo econométrico a ser utilizado no estudo é Dados em Painel não balanceado pelo fato das empresas não estarem presentes em toda a série temporal, especialmente as multinacionais que podem estar ranqueadas num ano e não em outro e regressões lineares pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (*pooled* OLS). Conforme Gujarati & Porter (2011), o modelo de regressão com dados em painel pode contribuir para que a análise seja mais robusta, na medida em que o elevado número de observações amplia os graus de liberdade utilizados na regressão, e, assim, a análise torna-se significativa.

O Modelo econométrico:

$$ELI = \beta_0 + \beta_1 dummyEMN_{it} + \beta_2 dummyGDI_{it} + \beta_3 dummyQGOV_{it} + \beta_4 DPROP_{it} + \beta_5 dummyCFAM_{it} + \beta_6 dummyTAM_{it} + \beta_7 ALV_{it} + \beta_8 FLC_{it} + \beta_9 INCAP_{it} + \beta_{10} CGL_{it} + \beta_{11} OPINV_{it} + \beta_{12} dummyCrises_t + \beta_{13} dummySegTEC_i + \mu_{it}$$

Onde:

ELI = é o caixa e equivalentes de caixa dividido pelo ativo total

EMN = *dummy* empresa multinacional

GDI = dummy grau de internacionalização  
 QGOV = dummy qualidade da governança  
 DPROP = é o direito de propriedade sobre o fluxo de caixa e será calculado pelo número de ações do maior acionista dividido pelo total de ações ON + PN  
 CFAM = *dummy* controle familiar  
 TAM = é o tamanho medido pelo logaritmo natural do ativo  
 ALV = é a dívida financeira de curto e longo prazo dividido pelo ativo total  
 FLC = é o EBITDA dividido pelo ativo total  
 INCAP = é o investimento de capital medido pelo Capex dividido pelo ativo total  
 CGL = é o capital de giro líquido dividido pelo ativo total  
 OPIN = é a oportunidade de investimento medida pelo Q de Tobin  
 CRISE = *dummy* para os períodos antes, durante e depois das crises mundial e brasileira  
 SegTEC = *dummy* classificatória das empresas do segmento tecnológico

#### Procedimentos econométricos:

Para testar as hipóteses deste estudo, serão estimadas cinco regressões econométricas: a primeira com as variáveis explanatórias e de controle para explicar o nível de caixa no conjunto das empresas brasileiras domésticas e multinacionais. Esses resultados permitirão identificar as motivações que levam as empresas a acumular caixa. Na segunda regressão, será analisado o efeito da internacionalização, por meio das variáveis *dummies* EMN e GDI na estocagem de liquidez das empresas, pois espera-se que haja diferença no nível de caixa entre empresas brasileiras domésticas e multinacionais, bem como, em relação ao grau de internacionalização das multinacionais. Na terceira estimação, serão adicionadas variáveis *dummies* qualidade de governança QGOV e do direito do Fluxo de Caixa DPROP e acionista controlador familiar CFAM. Na quarta regressão, será adicionada a *dummy* SegTEC, que objetiva avaliar se as empresas brasileiras do segmento de alta tecnologia retêm nível de caixa diferenciado em relação às empresas dos segmentos da economia tradicional e finalmente, na quinta regressão serão incluídas as variáveis *dummy* das crises, com o objetivo de verificar se as crises econômicas de 2008 e 2009, 2014 a 2017 impactaram no nível de caixa das empresas brasileiras. Abaixo, são apresentados os modelos que serão explorados na pesquisa:

Regressão 1 – Medirá o efeito da qualidade da governança, estrutura de propriedade e variáveis de controle sobre a estocagem de liquidez das empresas brasileiras

$$ELI = \beta_0 + \beta_1 dummyQGOV_{it} + \beta_2 DPROP_{it} + \beta_3 dummyCFAM_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ALAV_{it} + \beta_6 FLC_{it} + \beta_7 INCAP_{it} + \beta_8 CGL_{it} + \beta_9 OPINV_{it} + \mu_i$$

Regressão 2 – Medirá o efeito do grau de internacionalização sobre a estocagem de liquidez das empresas brasileiras multinacionais, juntamente com as variáveis de controle.

$$ELI = \beta_0 + \beta_1 dummyEMN_{it} + \beta_2 dummyGDI_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAV_{it} + \beta_8 FLC_{it} + \beta_9 INCAP_{it} + \beta_{10} CGL_{it} + \beta_{11} OPINV_{it} + \mu_i$$

Regressão 3 – Medirá o efeito da qualidade da governança e da estrutura de propriedade sobre a estocagem de liquidez das empresas brasileiras domésticas e multinacionais.

$$ELI = \beta_0 + \beta_1 dummyEMN_{it} + \beta_2 dummyGDI_{it} + \beta_1 dummyQGOV_{it} + \beta_2 DPROP_{it}$$

$$+\beta_3dummyAFM_{it} + \beta_4TAM_{it} + \beta_5ALAV_{it} + \beta_6FLC_{it} + \beta_7INCAP_{it} + \beta_8CGL_{it} + \beta_9OPINV_{it} + \mu_i$$

Regressão 4 – avaliará o nível de estocagem de liquidez das empresas do segmento de alta tecnologia

$$ELI = \beta_0 + \beta_1dummyEMN_{it} + \beta_2dummyGDI_{it} + \beta_3dummyQGOV_{it} + \beta_4DPROP_{it} + \beta_5dummyCFM_{it} + \beta_6TAM_{it} + \beta_7ALAV_{it} + \beta_8FLC_{it} + \beta_9INCAP_{it} + \beta_{10}CGL_{it} + \beta_{11}OPINV_{it} + \beta_{13}dummySegTEC_{it} + \mu_{it}$$

Regressão 5 – Medirá o efeito das crises 2008-2009 e 2014-2017 sobre o nível de estocagem de liquidez das empresas domésticas e multinacionais

$$ELI = \beta_0 + \beta_1dummyEMN_{it} + \beta_2dummyGINT_{it} + \beta_3dummyQGOV_{it} + \beta_4DPROP_{it} + \beta_5dummyCFM_{it} + \beta_6TAM_{it} + \beta_7ALAV_{it} + \beta_8FLC_{it} + \beta_9INCAP_{it} + \beta_{10}CGL_{it} + \beta_{11}OPINV_{it} + \beta_{13}dummySegTEC_{it} + \beta_{12}dummyCRISES_{it} + \mu_{it}$$

## 12. Referencial Teórico:

Em Bates, Kahle e Stulz (2009) são identificados quatro motivos para a empresa manter reservas em caixa: transação, precaução, tributário e de agência. O motivo de transação se dá quando a empresa mantém certo nível de caixa para suportar gastos com as atividades operacionais cotidianas. Nos modelos clássicos de finanças propostos por Baumol (1952) e Miller e Orr (1966), as empresas decidem sobre o nível ótimo de caixa com base nos custos de transação que ocorrem tanto pela falta de caixa, como pelo excesso, podendo ser relativos à conversão de ativos financeiros não-caixa para cumprir com suas obrigações de pagamentos. Miller e Orr (1966) defendem que há um nível ótimo de caixa, ao qual a empresa deve retornar sempre que atingir os limites superior ou inferior estabelecidos.

Quando a empresa mantém reserva de caixa para lidar com situações adversas ou não previstas, configura-se o motivo de precaução uma vez que, o acesso aos mercados de capitais é mais oneroso. Nesta perspectiva, Opler *et al.*, (1999) encontram que empresas com maior risco no seu fluxo de caixa e mais dificuldade de acesso ao capital externo retêm mais caixa. Assim, manter caixa diminui custos de transação, como por exemplo, na liquidação de ativos subavaliados, bem como, para o levantamento de financiamento, já que é mais caro a captação de recursos externos quando há insuficiências de caixa interno e o acesso ao mercado externo é limitado (Portal *et al.*, 2012).

A retenção de caixa pelo motivo tributário é identificada em empresas multinacionais que têm unidades produtivas localizadas em países que aplicam carga tributária alta sobre repatriação de ganhos obtidos no exterior, levando-as a preferir manter nível de caixa elevado à repatriá-lo. Foley, Hartzell, Titman e Twite (2007) identificaram que empresas norte-americanas mantinham em suas subsidiárias no exterior, níveis mais altos de caixa devido aos custos tributários associados ao repatriamento de renda estrangeira. O motivo de agência defendido por Jensen (1986), postula que gerentes entrincheirados preferem reter caixa ao invés de realizar pagamentos aos acionistas quando a empresa não possui boas oportunidades de investimentos. Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) afirmam que problemas de agência são considerados determinantes importantes para o nível de liquidez das empresas e os resultados encontrados em seu estudo, sugerem que as empresas retêm mais caixa em países com maiores problemas de agência. Pinkowitz, Stulz e Williamson (2006) demonstraram que o nível de caixa é maior nos países cuja proteção ou direito dos acionistas é mais fraca.



Neste contexto, as decisões relativas à retenção ou não de caixa pelas empresas, reflete as condições de mercado na qual ela está inserida, o acesso a fontes de financiamento, sua capacidade de gerar caixa e as decisões de investimentos presentes e futuros (OPLER *ET AL.*, 1999). Posto isso, são identificados na literatura três modelos teóricos, reconhecidos como principais para explicar o comportamento da retenção de caixa nas empresas os quais serão abordados a seguir: *tradeoff theory*, *pecking order theory* e *free cash flow theory*.

#### .1 *Tradeoff theory*

Na perspectiva do modelo *tradeoff* existe um nível ótimo de caixa sendo necessário buscar o equilíbrio entre o custo e os benefícios de reter caixa. Myers e Majluf (1984) discutem o impacto da assimetria de informações sobre a política de utilização de caixa das empresas e argumentam que por causa das restrições financeiras, que derivam da assimetria de informação, empresas necessitam reter ativos líquidos para financiar futuras oportunidades de investimento com fundos internos. A assimetria de informação ocorre quando os gestores de uma empresa são melhores informados, do que os acionistas e seus investidores atuais e futuros (MYERS E MAJLUF, 1984).

Opler et al. (1999) destacam que os custos de acesso ao capital de terceiros levam a empresa a manter reserva de caixa e ativos líquidos, de modo a não dependerem do mercado externo, já que o custo de transação relacionado com as taxas cobradas no financiamento externo é maior. O nível de caixa é administrado para maximizar os benefícios líquidos fazendo com que a empresa tenha um nível ótimo de caixa. Cada determinante do nível de caixa estará relacionada aos benefícios ou aos custos marginais, de modo que o caixa será afetado positivamente ou negativamente (KIM; MAUER; SHERMAN, 1998). A falta de caixa pode resultar na perda de oportunidades de negócios e custo de capital oneroso. Ao mesmo tempo, nível de caixa elevado resulta em dinheiro ocioso e compromete a rentabilidade da empresa (ALMEIDA; CAMPELLO; WEISBACH, 2004). Diante dos fatores citados, um gerenciamento eficaz de caixa pode ser considerado um diferencial para as empresas, ao mesmo tempo representa um grande desafio aos gestores, uma vez que o gerenciamento inadequado pode resultar em perda de oportunidades de investimento e custo mais elevado de capital.

#### 2 *Pecking order theory*

O modelo *pecking order* apresentado por Myers e Majluf (1984), postula a inexistência de um nível ótimo de caixa e propõe que há uma hierarquia na decisão de financiamento das empresas quando incorrem nos custos de transação, sendo que a primeira opção seria reter os recursos gerados pelo fluxo de caixa interno, como segunda opção recomendam a emissão de dívidas e, por último, a emissão de ações que se dá pela captação de novos sócios. Nesse cenário, as empresas podem usar folga financeira, como caixa, ativos líquidos ou linhas de crédito não utilizadas, em vez de emissão de capital. Esta teoria sugere que as empresas não tem um nível de caixa alvo, mas este é utilizado como intermediário entre lucros retidos e necessidade de investimentos (FERREIRA; VILELA, 2004).

#### 3 *Free cash flow theory*

Nos problemas de agência relacionados à liquidez Jensen (1986) desenvolve a hipótese do fluxo de caixa livre (*free cash flow theory*) e demonstra, que conflitos entre acionistas e gerente são mais acentuados quando a empresa gera fluxo de caixa excedente às suas necessidades internas. Neste sentido, o modelo propõe que o fluxo de caixa livre deve ser distribuído aos acionistas de modo evitar que conflitos de interesses surjam entre gerentes e acionistas. O autor analisa que o gestor possui interesse em reter os fluxos de caixa dentro da empresa na forma de caixa, uma vez que isso significa maior poder ao gestor e condições mais propícias de utilização do caixa para benefícios próprios. Por outro lado, o acionista prefere que o excesso de caixa seja distribuído a fim de evitar que o gerente faça mal-uso do dinheiro.

De acordo com [Dittmar et al. \(2003\)](#) os problemas de agência são considerados um determinante importante do nível de liquidez das empresas, argumentam ainda, que a maioria dos estudos foca em empresas dos Estados Unidos, onde a proteção legal oferecida pelas instituições aos investidores é mais

forte, possibilitando que acionistas norte-americanos recebam os excessos de caixa em forma de dividendos. Portanto, a literatura aponta que gerenciamento do nível de caixa é concentrado principalmente, em conflitos de agência que surgem relativos à propriedade e governança corporativa.

#### 4 Governança corporativa

Na literatura é possível identificar visões e definições sobre governança que englobam múltiplas áreas teóricas como economia, direito, comportamental, cultural, organização e sociologia dentre outras. Nesta pesquisa, adota-se a abordagem econômica que afirma existir duas condições para que surja a governança corporativa numa organização, sendo a primeira os problemas de agência ou conflitos de interesse envolvendo não apenas os membros da organização, mas todos os *stakeholders* e a segunda os custos de transação (SHLEIFER & VISHNY, 1997). Alinhado à esta definição, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC 2015), orienta que governança consiste em um sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo as práticas e os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle, cujos objetivos são alinhamento de interesses, preservação e otimização do valor da empresa.

No mercado de capitais brasileiro a B3 desde o ano de 2000 incentiva as empresas adotar boas práticas de governança que possam transmitir credibilidade e transparência ao mercado e, assim, conseguir alavancar seus negócios. Nesse sentido, foram criados níveis diferenciados de governança, que correspondem a 5 conjuntos: Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1. Cada um desses níveis estabelece regras diferenciadas de governança corporativa para as companhias que voluntariamente aderirem, as quais vão além das obrigações previstas na Lei das Sociedades por Ações (BM&FBOVESPA, 2017). A classificação de empresas baseada em práticas de governança é incentivada pelas bolsas de valores para sinalizar ao investidor uma maior proteção contra expropriações praticadas pelos grupos controladores (BARBEDO, SILVA E LEAL, 2009). Portanto, empresas listadas em segmentos diferenciados oferecem aos seus investidores maior qualidade nas práticas de governança corporativa, e aumentam a transparência das empresas com divulgação de maior volume de informações e melhor qualidade, tornando mais fácil o acompanhamento de seu desempenho.

Ozkan e Ozkan (2004) afirmam que as normas de governança corporativa podem ter impactos importantes para explicar determinantes de nível de caixa. Os autores acrescentam que o setor corporativo, no Reino Unido, não apresenta mecanismos eficientes de disciplina externa por parte do mercado, sendo identificada ineficiência no processo de monitoração das instituições financeiras e nos quadros diretivos das empresas, beneficiando os gestores com maior liberdade para perseguirem seus próprios interesses, inclusive, manter saldos elevados em caixa.

Chen et al, (2014) exploram a influência da qualidade da governança nas retenções de caixa corporativo. Segundo os autores, a qualidade da governança pode afetar a política corporativa de caixa, evitando a exposição da firma ao risco de expropriação e protegendo os direitos de propriedade através de leis e regulamentos. Neste estudo a qualidade da governança será mensurada de acordo com a participação das empresas nos níveis diferenciados de governança corporativa da B3.

#### 5 Estrutura de Propriedade

Estudos que abordam a estrutura de propriedade e as consequências da concentração e dispersão do controle nas empresas é abundante na literatura. Jensen e Meckling (1976) são importante referência teórica neste tema, integram premissas da teoria da agência, teoria da propriedade e teoria financeira e iniciam trabalhos teóricos consistentes sobre estrutura de propriedade da firma. (SONZA, 2014).

Para Jensen e Meckling (1976) o controle acionário concentrado tem potencial de conter os problemas de agência, pois quanto maior a concentração em poder de um acionista, maiores serão os incentivos e o poder para monitorar melhor os negócios a um baixo custo de transação. De igual modo, Shleifer e Vishny (1997) argumentam que ter uma estrutura concentrada é uma forma de ajudar os investidores a obter retorno satisfatório de seus investimentos, já que os grandes investidores podem ser

mais ágeis para resolver problemas de agência, mesmo quando houver possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários. Este fato sinaliza que uma estrutura altamente concentrada pode não ser ótima para os acionistas (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER, 1999). Fama e Jensen (1983) também identificam que a dispersão de propriedade é ótima para corporações grandes e complexas. A estrutura de propriedade é entendida como um importante mecanismo de governança corporativa e apresenta diferenças significativas entre os países por causa das características econômicas e políticas específicas de cada nação.

Neste contexto, La Porta *et al.* (1998) classificam em quatro tipos as leis referentes à proteção legal dos acionistas, e que influenciam significativamente a estrutura de propriedade uma vez que a legislação comercial difere entre as nações. Países com leis comuns (ex. EUA, Reino Unido, dentre outros) asseguram maior proteção aos acionistas, fazendo com que existam menos expropriações de minoritários; países com leis civis francesas (ex. Brasil, Bélgica, França, dentre outros), germânicas (Japão, Alemanha, Áustria, dentre outros) e escandinavas (Dinamarca, Finlândia, Suíça, dentre outros) garantem menor proteção para os acionistas, tornando mais facilitada a expropriação de minoritários. Esta diferença no aspecto legal, resulta em países com mercados de capitais menores e menos desenvolvidos (LA PORTA *et al.*, 1998).

Estudos mostram que existem países em que a estrutura de propriedade é bastante dispersa e, nestes casos, os acionistas majoritários geralmente não possuem mais do que 20% das ações das empresas. Silveira, Barros e Silveira (2008) analisam que as diferenças entre EUA e Brasil, tanto no ambiente econômico e institucional, como no nível de proteção ao investidor, fazem com que a estrutura de propriedade de uma empresa de capital aberto norte-americana seja distinta das similares brasileiras. Tais diferenças segundo os autores, podem ser exemplificadas pelo fato de nos EUA a maior parte das grandes empresas de capital aberto apresentam estrutura de propriedade difusa, com muitos acionistas, caracterizando uma separação clara entre a propriedade e o controle da empresa. Já no Brasil, a legislação societária prevê a emissão de ações com ou sem direito a voto, com impacto direto na estrutura de propriedade. Deste modo, as ações ordinárias têm como principal característica o direito ao voto e a capacidade de influenciar nas decisões da empresa. Já as ações preferenciais têm prioridade no recebimento de dividendos, além de preferência de recebimento, caso a empresa entre em processo falimentar de suas atividades.

Quanto ao gerenciamento de caixa, os acionistas controladores têm interesse em reter os recursos excedentes em caixa, uma vez que terão mais recursos internos para se autofinanciar e trabalhar com folga financeira a um menor custo se comparado à captação de recursos de fontes externas (JENSEN E MECKLING, 1976). No mesmo sentido, Ferreira e Vilela (2004) e Dittmar *et al.* (2003) fornecem evidências de que uma maior concentração de propriedade é negativamente relacionado ao nível de caixa mantido pelas empresas, uma vez que o controle e a tomada de decisão tendem a ser centralizados. Os resultados encontrados por Ozkan e Ozkan (2004) quando analisaram empresas na Grã-Bretanha entre 1984 e 1999, indicaram que o nível de caixa é positivamente relacionado com as oportunidades de crescimento e fluxo de caixa operacional e negativamente relacionado às dívidas financeiras, alavancagem e ativos líquidos. Além disso, os resultados indicaram também que, quanto maior for a participação dos administradores no capital, maior será o nível de caixa das empresas. Analisando a evolução da estrutura de propriedade nas empresas de capital aberto do Brasil, Aldrighi e Mazzer (2007) identificaram que o controle familiar é maior entre os acionistas majoritários (54.7%), seguido de investidores estrangeiros (18.4%), governo (7,5%) e fundos de investimento (5,2%), quanto aos fundos de pensão representam apenas 2,0%. Estes resultados retratavam o estágio de maturidade do mercado de capitais, além da falta de profissionalização das empresas brasileiras, no período da análise.

## 6 Internacionalização

Estudos apontam diferenças no comportamento de caixa entre firmas multinacionais (EMN's) e domésticas (EDM's) e concentram-se em duas explicações para o aumento dos saldos de caixa: motivos de poupança preventiva (Bates, Kahle e Stulz 2009; Begenau e Palazzo 2017) e incentivos fiscais de repatriação (Foley *et al.* 2007; Faulkender, Hankins e Petersen 2017). Enquanto Foley, Hartzell, Titman e

Twite (2007) usaram uma explicação baseada em impostos para analisar os comportamentos de caixa, diferentemente, Chiang e Wang (2011) estudaram a relação direta entre a expansão internacional de uma empresa e a retenção de caixa. Eles encontraram evidências de que as empresas multinacionais detêm mais caixa do que as empresas domésticas. Além disso, estudo contemporâneo de Faulkender, Hankins e Petersen (2018) argumenta que as retenções por motivos de precaução não estão relacionadas com a posse de caixa em subsidiárias estrangeiras, que representam a maior parte do aumento do caixa agregado desde 2000 nas empresas norte-americanas, mas que estão associadas a incentivos fiscais para repatriação, consistente com evidências transversais em Foley et al. (2007). Por outro lado, embasados nos princípios de governança corporativa, Chang e Noorbakhsh (2006) relatam que os investimentos estrangeiros diretos atuam como substitutos de caixa. Utilizando base de dados do “World Scope” de 2010, com uma amostra de 48 países e 20.987 empresas, os autores introduziram uma nova variável de controle, o investimento estrangeiro direto (IED) e encontraram evidências de que a entrada de IED atua como substituto de caixa para empresas das sete maiores economias analisadas, mas que é reconhecido como fonte complementar para as empresas dos demais países.

De acordo com a UNCTAD (*United Nations Conference on Trade and Development*), as empresas multinacionais de países emergentes estão cada vez mais, ganhando notoriedade no cenário internacional. No Brasil, os fluxos de investimentos diretos no exterior cresceram cerca de 88% no período de 2007 a 2012 (UNCTAD, 2014). A internacionalização como registrado na literatura, é uma estratégia de crescimento que oportuniza a expansão de operações, mercados, investimentos dentre outros. O interesse em internacionalizar está relacionado à busca de oportunidades mais vantajosas e o aumento de benefícios gerados pela empresa (FLEURY e FLEURY, 2007). Portanto, as reestruturações, internacionalizações e mudanças na propriedade das empresas aumentam os problemas de agência dentro das empresas.

### 13. Cronograma de Atividades:

Atividades	2017									
	Mar.	Abr.	Maio	Jun.	Jul.	Ago.	Set.	Out.	Nov.	Dez.
Crédito das Disciplinas obrigatórias e complementares	x	x	x	x	x	x	x	x	x	X

  

Atividades	2018										
	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ
Concepção do constructo teórico	X	X									
Elaboração da estrutura do projeto		X	X								
Seleção e leitura referências bibliográficas para elaboração do projeto	X	X	X	X	X	X	X	X			
Elaboração dos objetivos, delimitação do tema, definição do problema,			X	X	X	X					
Revisão sistemática de material bibliográfico						X	X	X	X	X	X
Seminários de Pesquisa						X	X	X	X	X	X

Atividades	2019											
	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	
Elaboração do projeto de tese	X	X	X									
Banca de Qualificação do projeto de tese				X								
Coleta de dados				X	X	X	X	X	X	X	X	

Atividades	2020											
	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	
Tratamento dos dados	X	X	X	X	X							
Elaboração da tese						X	X	X	X	X	X	
Revisão final do texto												
Data limite de entrega da tese											X	

Atividades	2021											
	JAN	FEV	MAR									
Defesa da tese		X										

#### 14. Referências Bibliográficas (Conforme Normas da ABNT):

- ALDRIGHI, D. M. Concentração da Propriedade do Capital e Controle das Empresas no Brasil. In: **XIV Encontro Brasileiro de Finanças**, 2014, Recife, PE. Anais... Recife, PE: [s.n.], 24 jul. 2014. <http://sbfin.org.br/encontros-antiores-assets/2014/artigos/ID4663.pdf>
- ALMEIDA, H., e CAMPELLO, M. "Financial Constraints and Investment-Cash Flow Sensitivities: New Research Directions." **National Bureau of Economic Research (NBER)**. Salt Lake City, UT 84112-9303 EUA, 2001. 1-25
- ALMEIDA, H., CAMPELLO, M., WEISBACH, M. S. The Cash Flow Sensitivity of Cash. **The Journal of Finance**, 59(4), 1777–1804. 2004 doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x
- ALMEIDA, H., e CAMPELLO, M. Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 45, nº 3 (2010): pp. 589-622. doi:10.1017/s0022109010000177
- ALMEIDA, H.; CAMPELLO, M.; CUNHA, I.; WEISBACH, M., Corporate Liquidity Management: A Conceptual Framework and Survey, **Annual Review of Financial Economics**, 6, issue 1, p. 135-162, 2014 <https://EconPapers.repec.org/RePEc:anr:refeco:v:6:y:2014:p:135-162>.
- AL-NAJJAR B. The financial determinants of corporate cash holdings: Evidence from some emerging markets. **International Business Review**, 22 (1), pp. 77-88. 2013 <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2012.02.004>
- AL-NAJJAR, B.; BELGHITAR, Y. Corporate Cash Holdings and Dividend Payments: Evidence from

- Simultaneous Analysis. *Managerial and Decision Economics*, 32(4), 231-241. 2011 Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/23012460>
- ARATA, Newton, SHENG, Hsia Hua, LORA, Mayra Ivanoff. Internationalization and corporate cash holdings: evidence from Brazil and Mexico. *Revista de administração contemporânea*, 19 (spe), 1-19. 2015 [Http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151452](http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac20151452)
- BARAKAT, L. L.; CRETOIU, S. L.; COSTA, F. P.; Silva, T. G.; ALVIM, F. M.; FREITAS, V. F. **Ranking FDC das Multinacionais Brasileiras 2016**. 11ª edição, Fundação Dom Cabral, 2017 <https://www.fdc.org.br/conhecimento-site/nucleos-de-pesquisa-site>
- BARBEDO, C. H.; SILVA, E. C.; LEAL, R. P. C. Probabilidade de informação privilegiada no mercado de ações, liquidez intra diária e níveis de governança corporativa. *Revista Brasileira de Economia*. Rio de Janeiro, v. 63 n. 1, p. 51–62 Jan - Mar. 2009.
- BATES, T. W.; KAHLE, k. M.; STULZ, R. M. Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?. *The journal of Finance*, 64: 1985-2021, 2009 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x>
- BAUMOL, W. J. The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach. *The Quarterly Journal of Economics*, 66(4), 545-556 (1952). doi:10.2307/1882104 <http://www.jstor.org/stable/1882104>
- BLANCHARD, O. J., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. What do firms do with cash windfalls? *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337–360, (1994). <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:36:y:1994:i:3:p:337-360>
- CAMPELLO, Murillo; GRAHAM, John R.; HARVEY, Campbell R., "The real effects of financial constraints: Evidence from a financial crisis." *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 97(3), pages 470-487, September 2010. Doi: 10.3386/w15552 <https://www.nber.org/papers/w15552>
- CAMPELLO, M. Contemporary corporate finance research on South America. *Journal of Corporate Finance*, v. 18, n. 4, p. 879-882, 2012. doi:10.1016/j.jcorpfin.2012.06.001
- CHALHOUB, L.; KIRCH, G.; SOARES TERRA, P. Fontes de caixa e restrições financeiras: evidências das firmas listadas na BM&FBovespa. *Revista Brasileira de Finanças*, 13 (3), 470-503. (2015).:<<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=305842563004>
- CHANG, K.; NOORBAKHS, A. Does national culture affect international corporate cash holdings? *Journal of Multinational Financial Management*, 19(5), 323–342 (2009). doi:10.1016/j.mulfin.2009.07.001
- CHEN, Q., CHEN, X., SCHIPPER, K., XU, Y.; XUE, J. The Sensitivity of Corporate Cash Holdings to Corporate Governance. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3610–3644. (2012). doi:10.1093/rfs/hhs099
- CHEN, Y., DOU, P. Y., RHEE, S. G., TRUONG, C.; Veeraraghavan, M. National culture and corporate cash holdings around the world. *Journal of Banking and Finance*, 50, 1-18. (2015). <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.09.018>
- CHIANG, Y.-C.; WANG, C.-D. Corporate international activities and cash holdings. *African Journal of Business Management*, 5(7), 2992-3000 (2011). doi: 10.5897/AJBM10.1517

DAHROUGE, F. M.; SAITO, R. Políticas de cash holdings: uma abordagem dinâmica das empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(3), 343-373. (2013). <http://www.spell.org.br/documentos/ver/16144/politicas-de-cash-holdings--uma-abordagem-dinamica-das-empresas-brasileiras/i/pt-br>

DITTMAR, A., MAHRT-SMITH, J.; SERVAES, H. International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1), 111-133 (2003). doi:10.2307/4126766 <http://www.jstor.org/stable/4126766>

DOUKAS, J. A.; PANTZALIS, C. Geographic diversification and agency costs of debt of multinational firms. *Journal of Corporate Finance*, 9(1), 2003. 59–92. doi:10.1016/s0929-1199(01)00056-6

DUTRA, V., SONZA, I., CERETTA, P., GALLI, O. (2018). Determinantes da Retenção de Caixa em Empresas Brasileiras: Uma Análise Pós-Crise De 2008. *Revista De Educação E Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 12(3) 23 set. 2018.. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i3.1808>

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 1983, 301–325. doi:10.1086/467037

FAULKENDER, M., HANKINS, K., PETERSEN, M. Understanding the Rise in Corporate Cash: Precautionary Savings or Foreign Taxes. NBER Working paper n.0 w23799 set. 2017. doi:10.3386/w23799 disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3035145>

FAZZARI, S. M.; R. G. HUBBARD; E B. C. PETERSEN. “Financing Constrains and Corporate Investment.” *Brooking Papers on Economic Activity* n1 1988, 141-195.

FERNANDES, N.; GONENC, H. Multinationals and cash holdings, *Journal of Corporate Finance* v 39, august 2016, p.139-154, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.003>

FERREIRA, M. A.; VILELA, A. S. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10(2), junho 2004, 295–319. doi:10.1111/j.1354-7798.2004.00251.x

FOLEY, C. K.; HARTZELL, J.C.; TITMAN, S.; TWITE, G. "[Why Do Firms Hold So Much Cash? A Tax-Based Explanation.](https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.06.003)" *Journal of Financial Economics*, 86, issue 3, 2007, p. 579-607, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:86:y:2007:i:3:p:579-607>.

FLEURY, M. T. L.; FELIPE, B.; FLEURY, A. C. C.; OLIVEIRA JUNIOR, M. M. Internationalization and performance: a comparison of Brazilian exporters versus Brazilian multinationals. *E & G. Economia e Gestão*, v. 7, n.14, 2007. p. 57-85.

FRESARD, L. Financial Strength and Product Market Behavior: The Real Effects of Corporate Cash Holdings. *The Journal of Finance*, 65, 2010, 1097-1122. doi:10.1111/j.1540-6261.2010.01562.x

GAO, H., HARFORD, J., LI, K. Determinants of corporate cash policy: Insights from private firms. *Journal of Financial Economics*, 109(3), 2013, 623–639. doi:10.1016/j.jfineco.2013.04.008

GRAHAM, J., LEARY, M. The Evolution of Corporate Cash. *The review of Financial Studies*, v. 31, n 11, november 2018, p. 4288-4344 <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy075>

GUNEY, Y., OZKAN, A., & OZKAN, N. Additional International Evidence on Corporate Cash

- Holdings. **EFMA 2003 Helsinki Meetings**. (2003). **SSRN Electronic Journal**. doi:10.2139/ssrn.406721
- HARFORD, J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions. **The Journal of Finance**, 54(6), 1999. 1969–1997. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00179>
- HUBBARD, G. “Capital-market imperfections and investment.” **Journal of Economic Literature** vol. 36 n.1 (march 1998): 193-225.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), 1976. P.305–360. doi:10.1016/0304-405x(76)90026-x
- KIM, C.-S., MAUER, D. C., SHERMAN, A. E. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. **The Journal of Financial and Quantitative Analysis**, vol. 33(3), september 1998. 335-359. doi:10.2307/2331099
- KUSNADI, YUANTO AND WEI, K. C. JOHN. The Determinants of Corporate Cash Management Policy: Evidence from around the World. **Journal of Corporate Finance**. Vol.17, n.3, 2011: 725-740. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2010.12.002>
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. VISHNY, R. W., "Law and Finance," **Journal of Political Economy** 106, no. 6 (December 1998): 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A., & VISHNY, R. W. Legal Determinants of External Finance. **The Journal of Finance**, vol. 52 n.3, (1997). 1131–1150. doi:10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
- LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., & SHLEIFER, A. Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, vol. 54 n.2, 1999:471–517. doi:10.1111/0022-1082.00115
- MILLER, M. H.; ORR, D. A Model of the Demand for Money by Firms. **The Quarterly Journal of Economics**, vol.80 n.3, (august 1966). 413-435. doi:10.2307/1880728
- MANOEL, A. A. S.; DA COSTA MORAES, M. B.; SANTOS, D. F. L.; NEVES, M. F. Determinants of corporate cash holdings in times of crisis: insights from Brazilian sugarcane industry private firms. **International Food and Agribusiness Management Review**, vol. 21 n.2, 2018. P.201–218. doi:10.22434/ifamr2017.0062
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, 13(2), 1984, 187–221. doi:10.1016/0304-405x(84)90023-0
- MORAIS, F.; NAVE, A.; RODRIGUES, R. G. Cash Holdings Determinants from Brazilian Listed Firms. **Lecture Notes in Electrical Engineering**, 2018. Pp.1043–1050. doi:10.1007/978-3-319-91334-6\_144
- OPLER, T.; PINKOWITZ, L.; STULZ, R.; WILLIAMSON, R. The determinants and implications of corporate cash holdings, **Journal of Financial Economics**, 52, issue 1, 1999, p. 3-46, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jfinec:v:52:y:1999:i:1:p:3-46>
- OZKAN, A.; OZKAN, N., Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies, **Journal of Banking & Finance**, 28, issue 9, (2004), p. 2103-2134,



<https://EconPapers.repec.org/RePEc:eee:jbfina:v:28:y:2004:i:9:p:2103-2134>.

Pinkowitz, L.; Williamson, R. (2001), Bank Power and Cash Holdings: Evidence from Japan, *Review of Financial Studies*, 14, issue 4, p. 1059-82, <https://EconPapers.repec.org/RePEc:oup:rfinst:v:14:y:2001:i:4:p:1059-82>

Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis. *The Journal of Finance*, 61(6), 2725–2751. doi:10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x

Pinkowitz, L.; Stulz, R. M.; Williamson, R. (2013). Is there a U.S. High Cash Holdings Puzzle after the Financial Crisis? (April 19, 2013). Fisher College of Business Working Paper No. 2013-03-07; Georgetown McDonough School of Business Research Paper. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2253943>  
Portal, M. T., Zani, J. e Silva, C. E. S. da. (2012). “Fricções Financeiras e a Substituição Entre Fundos Internos e Externos em Companhias Brasileiras de Capital Aberto.” *Revista Contabilidade e Finanças*, 2012: 19-32.

Portal, M. T., Zani, J., Silva, C.E.S. (2013). Caixa é dívida negativa sob a perspectiva de hedging no Brasil ? *Brazilian Business Review*, v 10, n 1. Vitória, ES jan-mar 2013 p 1-26 FUCAPE Business School <http://www.redalyc.org/pdf/1230/123025719001.pdf>

Ramírez, A.; Tadesse, S. Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. *International Business Review*, v. 18, n. 4, p. 387-403, 2009.

Rochman, R. R. & Dylewski, C. (2011). Determinantes do Nível de Caixa das Empresas: Análise da Amostra de Países da América Latina. *EnANPAD* 2011, 0–17 <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/FIN1324.pdf>

Silveira, A. M.; Barros, L. A.; Silveira, H P. (2004). Determinantes da concentração do direito de controle nas companhias abertas brasileiras. In: *ENCONTRO BRASILEIRO DE FINANÇAS*, 4., Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, 2004. Disponível em <http://www.sbfina.org.br>

Sanvicente, A. Z., Koshio, S. Nakamura & W. T, Nisiyama, E. K - Cash Holdings in Brazilian Listed Companies, 1999-2013. *XV Encontro Brasileiro de Finanças*, 2015. <http://sbfina.org.br/files/financas-corporativas-artigo-xv-ebfin-4955.pdf>

Shleifer, A. & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance*, 52 (2), pp. 737–783. <https://pdfs.semanticscholar.org/8b1e/7b436edaf0e4105af8a67b12ef5cec3eb96.pdf>

Song, K. (Roy), Lee, Y. (2012). Long-Term Effects of a Financial Crisis: Evidence from Cash Holdings of East Asian Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 47(03), 617–641. doi:10.1017/s0022109012000142

Sonza, I. B., & Kloeckner, G. O. (2014). Governança em estruturas proprietárias concentradas: novas evidências para o Brasil. *Revista de Administração (São Paulo)*, 49(2), 322-338. <https://www.doi.org/10.5700/rausp1149>

Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal Of Financial Economics*. Volume 26, Issue 1, July 1990, Pp 3-27 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)

Sullivan, D. (1994). Measuring the Degree of Internationalization of a Firm. *Journal of International*

Business Studies, 25(2), 325–342. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490203

Wu, W.; Yang, Y; Zhou, S. (2017). Multinational firms and cash holdings: Evidence from China. (2017). *Finance Research Letters*. 20, 184-191. Research Collection Lee Kong Chian School Of Business. Disponível [http://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb\\_research/5319](http://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/5319)

Yun, H. (2009). The Choice of Corporate Liquidity and Corporate Governance. **The Review of Financial Studies**, v. 22, n. 4, 2009. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn041>

## 15. Orçamento:

### 15.1 Material de Consumo

Especificação	Qtde.	Valor Unitário	Valor Total
Cópias e impressões	5.000	0,50	0,00
Combustível para deslocamentos	500	3,80	0,00
Total			0,00

### 15.2 Equipamentos e Material Permanente

Especificação	Qtde.	Valor Unitário	Valor Total
			0,00
Total			

### 15.3 Serviços de Terceiros – Pessoa Física e Pessoa Jurídica

Especificação	Qtde.	Valor Unitário	Valor Total
Traduções, Processamento de dados e correções.	1	1.000,00	0,00
Passagens aéreas	2	2.500,00	0,00
Total			0,00

### 15.4 Fontes de Recursos

Discriminação	UNEMAT (Campi e/ou Depto)	Outra fonte	Total
Material de Consumo		Própria	0,00
Equipamentos e Material Permanente			0,00
Serviços de Terceiros e Encargos Diversos		Própria	0,00
Total			0,00

### 15.5 Cronograma de Desembolso

Elementos de Despesas/Fontes de Recursos	Ano 1	Ano 2	Total
UNEMAT (Campi e/ou Depto)	0,00	0,00	0,00
Material de Consumo	0,00	0,00	0,00
Equipamentos e Material Permanente	0,00	0,00	0,00
Serviços de Terceiros e Encargos Diversos	0,00	0,00	0,00
<i>Sub-total</i>	0,00	0,00	0,00
Outras fontes			

Material de Consumo	0,00	0,00	0,00
Equipamentos e Material Permanente	0,00	0,00	0,00
Serviços de Terceiros e Encargos Diversos	0,00	0,00	0,00
<i>Sub-total</i>	0,00	0,00	0,00
TOTAL	0,00	0,00	0,00