

EXCESSO DE CAIXA E O CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL NO VALOR DE MERCADO

Cristiane Canton

Universidade Regional De Blumenau

Tarcísio Pedro Da Silva

Universidade Regional De Blumenau

Manuel José Da Rocha Armada Passaporte

Universidade Do Minho

Agradecimentos

O presente trabalho foi realizado com apoio da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - Brasil (CAPES) - Código de Financiamento 001.

Resumo

O excesso de caixa e sua relação com o valor de mercado de empresas tem sido motivo de estudos na área de finanças corporativas. Partindo do pressuposto de que o estágio de vida que a empresa se encontra influencia na decisão de manter excedentes de caixa, este estudo objetivou verificar a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional (CVO) no valor de mercado das companhias listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e as companhias listadas na NYSE (New York Stock Exchange). Aos aspectos metodológicos, a presente pesquisa foi delineada com abordagem quantitativa. Em que a amostra compreende 387 empresas, 2.509 observações, sendo 137 (829 observações) companhias listadas na B3 e 250 (1680 observações) companhias listadas na NYSE, no período de 10 anos, especificamente de 2009 a 2018. A coleta de dados foi realizada por meio da base de dados Thomson Reuters. Para análise dos dados, foram utilizadas técnicas de estatística descritiva, correlação de Pearson e regressão linear múltipla OLS (Ordinary Least Squares). Os resultados da pesquisa apontaram que, tanto no Brasil, quanto para os EUA, o excesso de caixa influencia negativamente o valor de mercado da empresa. Quanto ao efeito moderador do CVO na relação entre o excesso e o valor de mercado, obteve-se que os estágios têm influência no impacto do valor de mercado para as empresas que mantêm excedentes de caixa. Tais evidências contribuem para a literatura por explicar por meio da moderação dos estágios do CVO uma relação primordial nas discussões acerca do tema. Mediante tais evidências, as companhias podem atentar-se aos efeitos na decisão de manter excedentes de caixa.

Palavras-chave: Excesso de Caixa; Ciclo de Vida Organizacional; Valor de Mercado; Companhias listadas na B3; Companhias listadas na NYSE.

EXCESSO DE CAIXA E O CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL NO VALOR DE MERCADO**RESUMO**

O excesso de caixa e sua relação com o valor de mercado de empresas tem sido motivo de estudos na área de finanças corporativas. Partindo do pressuposto de que o estágio de vida que a empresa se encontra influencia na decisão de manter excedentes de caixa, este estudo objetivou verificar a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional (CVO) no valor de mercado das companhias listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e as companhias listadas na NYSE (*New York Stock Exchange*). Aos aspectos metodológicos, a presente pesquisa foi delineada com abordagem quantitativa. Em que a amostra compreende 387 empresas, 2.509 observações, sendo 137 (829 observações) companhias listadas na B3 e 250 (1680 observações) companhias listadas na NYSE, no período de 10 anos, especificamente de 2009 a 2018. A coleta de dados foi realizada por meio da base de dados *Thomson Reuters*. Para análise dos dados, foram utilizadas técnicas de estatística descritiva, correlação de *Pearson* e regressão linear múltipla OLS (*Ordinary Least Squares*). Os resultados da pesquisa apontaram que, tanto no Brasil, quanto para os EUA, o excesso de caixa influencia negativamente o valor de mercado da empresa. Quanto ao efeito moderador do CVO na relação entre o excesso e o valor de mercado, obteve-se que os estágios têm influência no impacto do valor de mercado para as empresas que mantêm excedentes de caixa. Tais evidências contribuem para a literatura por explicar por meio da moderação dos estágios do CVO uma relação primordial nas discussões acerca do tema. Mediante tais evidências, as companhias podem atentar-se aos efeitos na decisão de manter excedentes de caixa.

Palavras-chave: Excesso de Caixa; Ciclo de Vida Organizacional; Valor de Mercado; Companhias listadas na B3; Companhias listadas na NYSE.

1 INTRODUÇÃO

As disponibilidades de caixa desempenham um papel central na literatura financeira e um ponto importante na política financeira de uma empresa. As discussões acerca dos níveis de caixa nas empresas são evidentes desde trabalhos seminais como Kim, Mauer e Sherman (1998), Harford (1999) e Opler, Pinkowitz, Stulz e Williamson (1999), os quais documentam que as empresas detêm uma proporção substancial de seus ativos totais. Mais recentemente, Chang, Benson e Faff (2017) e, Huang e Mazouz (2018) destacaram que as empresas mantêm níveis de caixa e equivalente de caixa (doravante “caixa”) para cobrir atividades operacionais básicas e necessidades de investimentos.

Nota-se, que os motivos para manter saldos de caixas elevados (excesso de caixa) normalmente são por precaução ou especulação e, geralmente, estão ligados ao *tradeoff*, e *pecking-order* (Miranda, Pimentel & Bezerra, 2018). Na primeira, os gerentes enfrentam um *tradeoff* entre investir dinheiro (e ativos líquidos) ou mantê-lo (Assaf Neto & Silva, 2002). Na segunda abordagem, pelo *pecking-order*, tem-se que os excedentes de caixa serão gastos quando as empresas enfrentarem *déficits* financeiros (Orlova & Rao, 2018). Subjacente a essa afirmação, é possível descrever que por essa razão o valor da empresa seja reduzido caso ela mantenha excesso de caixa (Chang et al., 2017).

Por outro lado, as empresas detêm excesso de caixa a fim de minimizar *déficits* financeiros, normalmente, por motivos de precaução ou especulação. A primeira razão, segundo Opler et al. (1999), as empresas com mais dificuldades de captar recursos externos e/ou gerá-los são mais propensas a economizar uma parte do seu fluxo de caixa quando sofrem restrições financeiras ou percebem riscos maiores no fluxo de caixa futuro. Na segunda razão, o motivo especulativo, sugere que captar recursos externos torna-se mais oneroso, por isso, preferem

reter recursos financeiros internos, para aplicações em futuros investimentos oportunos, com riscos maiores que tragam retornos mais elevados (Simutin, 2010).

Por um lado, quanto maior o custo para a obtenção de caixa, maior também será o impulso para manter quantias mais elevadas em disponibilidades. Por outro lado, essas reservas mantidas com a intenção de precaver-se de eventuais despesas repentinas trará à empresa a facilidade de resolver esse imprevisto, sem a necessidade de vender ativos ou recorrer à financiamento externo (Keynes, 1936, p.102).

Espera-se que as tomadas de decisões dependam dos objetivos e o estado que se encontra a companhia (Faff, Kwok, Podolski & Wong, 2016). Consistente a essa afirmação, Habib e Hasan (2018) destacaram, que o ciclo de vida da empresa afeta de maneira relevante as decisões corporativas. Sendo assim, os estágios do ciclo de vida da empresa podem estar relacionados à tomada de decisão de manter reservas mais altas de caixa o que refletirá no valor de mercado da empresa, consequentemente.

O ciclo de vida propõe que as empresas inevitavelmente evoluam e passem de uma fase de desenvolvimento para outra ao longo de sua existência (Porter, 2004). Nesse sentido, as empresas tomam decisões interdependentes que são sensíveis à evolução das oportunidades de investimento e fluxos de caixa da empresa ao longo de um ciclo de vida (Faff et al., 2016). Isso sugere que os estágios do ciclo de vida da empresa podem influenciar a decisão de manter níveis de disponibilidade de caixa.

Além disso, o ciclo de vida da empresa é percebido como um importante fator às decisões corporativas, características firmes, oportunidades de investimento de crescimento, cultura corporativa e estrutura organizacional mudam gradualmente à medida que as empresas amadurecem (Faff et al., 2016). Assim, destaca-se que cada estágio do ciclo de vida da empresa está relacionado fortemente com as decisões financeiras que levam à resposta do mercado.

Desse modo, sabe-se que as empresas ao acumular reservas do seu fluxo de caixa podem reduzir seu valor (Jensen, 1986). Todavia, o acúmulo de dinheiro pode ser um motivo de precaver-se de eventuais riscos (Almeida, Campello & Weisbach, 2004). Tem-se que a expectativa de que todas as decisões tomadas pelas empresas estejam ligadas a um propósito, como os estágios do ciclo de vida organizacional, que interferirá no desempenho de mercado das empresas.

Percebe-se, assim, a essencialidade das discussões no que concerne à prática do excesso de caixa para o valor de mercado. Arelada à essa previsão, acredita-se que a análise dos estágios do ciclo de vida organizacional das empresas possa atenuar ou potencializar a relação negativa existente entre EC e VM. No tocante a todas as prerrogativas supracitadas, elabora-se a seguinte questão de pesquisa: qual a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional no valor de mercado em companhias listadas na B3 e as companhias listadas na NYSE? Portanto, objetivou-se nesta pesquisa verificar a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional no valor de mercado das companhias listadas na B3 e as companhias listadas na NYSE.

Este estudo se justifica, primeiramente, por tratar do excesso de caixa, os debates a respeito dessa temática demonstram-se essenciais para as companhias de capital aberto. A compreensão da relação entre o excesso de caixa e o valor de mercado da empresa ressalta como ótima oportunidade de pesquisa, devido aos resultados inconclusivos advindos das pesquisas. Ao tratar do fluxo de caixa livre (FCL), destaca-se a importância do tema para todos os indivíduos e organizações. Tal afirmação é suportada por Bhandari e Adams (2017), muitas métricas são derivadas da demonstração financeira do fluxo de caixa.

Além disso, o conceito de FCL fornece informações úteis para todas as partes interessadas. Além desta pesquisa gerar a discussão sobre o excesso de caixa e o valor de mercado, a principal contribuição se dá ao preencher uma lacuna de pesquisa sobre um fator que possivelmente impacta na relação entre os temas: o ciclo de vida organizacional. Os

pressupostos subjacentes a essa afirmação são que as estratégias e as relações da companhia variam de acordo com o estágio do ciclo de vida (Jawahar & Mclaughlin, 2001).

Em face da análise comparativa entre Brasil e EUA que este estudo propõe a partir dos achados para o excesso de caixa e os estágios do ciclo de vida organizacional no valor de mercado, torna-se possível construir avanços no conhecimento para o Brasil. Auxiliando gestores e acionistas para as tomadas de decisões que afetam, principalmente, o valor de mercado da empresa.

Por fim, a pesquisa justifica-se ainda pelo cenário de estudo. De acordo com Benachou (2013), os denominados países emergentes, dentre eles o Brasil, caracterizam uma nova geografia econômica e social, que não permite mais negligenciá-los. Todavia, apesar deste evidente cenário, pesquisas sobre o tema excesso de caixa se concentraram, por muito tempo, em países desenvolvidos.

Este trabalho estrutura-se na sequência pela fundamentação teórica que possibilita as bases para a explicação do fenômeno investigado, bem como as hipóteses da pesquisa. Por conseguinte, no terceiro capítulo demonstra-se os procedimentos metodológicos essenciais à elaboração deste estudo. Para o quarto capítulo, tem-se as interpretações e discussões dos resultados obtidos acerca da investigação do excesso de caixa e estágios do CVO no valor de mercado para companhias listadas na B3 e NYSE. No quinto capítulo, as conclusões do trabalho são apresentadas, por sua vez todos os pontos primordiais que motivaram a pesquisa e permitem concluir o estudo são relatados.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção buscou-se revisitar os estudos anteriores que abordaram as relações entre os temas propostos nesta pesquisa. As subseções a seguir são estruturadas de forma que, inicialmente, são abordadas as justificativas pelas quais se acredita que haja relação negativa entre EC e VM, seguido pelo embasamento das hipóteses de pesquisa que abordam o efeito moderador do ciclo de vida organizacional na relação entre os temas.

2.1 Relação entre o Excesso de Caixa e o Valor de Mercado

As pesquisas que debateram os potenciais custos e benefícios das disponibilidades de caixa corporativos iniciaram com Jensen e Meckling (1976), Jensen (1986) e Myers e Majluf (1984). A partir daí outras pesquisas começaram a investigar os efeitos de variáveis financeiras sobre o nível de reserva de caixa na empresa (Harford, 1999; Opler et al., 1999) identificando como principais determinantes da disponibilidade do caixa, o tamanho, o *market-to-book*, e os fluxos de caixa passados.

As discussões acerca da relação entre o excesso de caixa e o mercado de ações para as companhias que mantinham o acúmulo de excedentes de caixa podem ser destacadas em Almeida et al. (2004), com o foco na sensibilidade de caixa do fluxo de caixa corporativo, separando as empresas em irrestritas e com restrições financeiras. Os autores encontraram que os padrões de retenção de caixa variam de acordo com o ciclo de negócios.

Nessa conjuntura, enfatiza-se Lee e Powell (2011) evidenciam que empresas que mantêm excedentes de caixa por períodos “prolongados” são penalizadas pelo mercado. No entanto, para Asem e Alam (2014) os investidores concordam em manter excesso de caixa quando sabem de uma queda no fluxo de caixa futuro ou quando esperam aumento nas oportunidades de crescimento da companhia. Assim, evidenciaram que para os investidores as empresas devem manter o excesso de caixa de maneira controlada, dessa forma, o valor da empresa não é reduzido.

Chang et al. (2017) investigaram a relação entre o excesso de caixa e o valor de mercado no período antes e após a crise financeira. Seus resultados apontam que, quando condicionadas questões de governança e restrições financeiras, as empresas com restrições financeiras que

mantem excesso de caixa possuem valor mais elevado do que as irrestritas, principalmente em época de crise financeira. Isso sugere que, nesse cenário, o valor de mercado é influenciado positivamente quando há reserva de excesso de caixa.

Para o trabalho de Huang e Mazouz (2018), por meio da análise do impacto do excesso de caixa sobre o risco de liquidez enfrentado pelos investidores e seu prêmio de liquidez exigido, foi possível evidenciar que empresas com altos níveis de excesso de caixa tem menor risco de liquidez, e os benefícios maiores estão ligados as empresas financeiramente restritas e com grandes oportunidades de crescimento. Isso propõe que, na determinada situação de gestão da empresa, as reservas de excedentes de caixa afetam indiretamente o valor da empresa por meio de seu impacto nas ações de liquidez.

Nesta pesquisa, propõe-se, a partir dos resultados obtidos e com destaque em Faulkender e Wang (2006) que existe um nível ótimo de maximização do valor do caixa que a empresa deve manter, e o desvio desse nível ótimo minimiza o valor da empresa. Dessa forma, espera-se que manter excedentes de caixa, quando o motivo não seja por precaução ou oportunidades de investimentos, haverá uma redução no valor de mercado das empresas. Com base no exposto, formulou-se a primeira hipótese da pesquisa:

H1 - O excesso de caixa influencia negativamente o valor de mercado.

2.2 Relação entre o Ciclo de Vida Organizacional e o Valor de Mercado

Consoante Salsa (2010) o ciclo de vida organizacional auxilia na compreensão do fenômeno de crescimento e desenvolvimento das empresas, contribuindo para explicar a tomada de decisões financeiras. Para Samadiyan e Rezaei (2010) os modelos de ciclo de vida organizacional são os mais utilizados para analisar o posicionamento e o valor de mercado das empresas.

As características das empresas estão associadas as diversas fases do ciclo de vida da empresa, as decisões dos gestores e o desempenho da empresa relacionam-se as variáveis financeiras, como, financiamentos, oportunidades de investimentos, ao fluxo de caixa disponível, aos resultados obtidos, entre outras (Drake, 2015). Além disso, o modelo de ciclo de vida caracteriza o comportamento financeiro (Holt, 2003).

Conforme Grullon e Michaely (2004) na fase de crescimento os projetos apontam possibilidades de valor presente líquido positivo. Nessa fase, um crescimento rápido com vendas elevadas, aumento nas contas a receber e estoques, proporcionando a valorização da empresa, que é notada pelas oportunidades de crescimento e facilidade de gerar fluxo de caixa futuro (Black, 1998). Ademais, enfatiza que na fase maturidade as empresas se estabilizam quanto aos níveis de operações, há a redução dos custos e há a maximização da rentabilidade. Nessa fase, Grullon e Michaely (2004) evidenciaram que as empresas se tornam mais diversificadas que implica na redução dos custos de capital e do risco, o que eleva o valor de mercado da empresa.

Entre os estágios do ciclo de vida da empresa, destaca-se, também, a fase de declínio, nesse estágio, a empresa está focada na sobrevivência organizacional. Salienta-se em Damodaran (2012, p.162) que as empresas diminuem os novos investimentos, a produção de fluxo de caixa continua, mas, com um ritmo de declínio, e os lucros começam a diminuir. Destaca-se em Black (1998) que as empresas passam há minimizar os custos pela eficiência operacional, uma vez que estão estagnadas e buscam maximizar a rentabilidade. Subjacente a essas afirmações, elaborou-se as hipóteses a seguir:

H2 – O valor de mercado da empresa é influenciado pelo estágio do ciclo de vida organizacional em que esta se encontra.

H2a – empresas no estágio de crescimento têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade;

H2b – empresas no estágio de declínio têm menor valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade;

H2c – empresas no estágio de crescimento têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de declínio.

2.3 Efeito moderador do Ciclo de Vida Organizacional na relação entre Excesso de Caixa e Valor de Mercado

Embora haja investigações acerca dos impactos do excesso de caixa para as empresas, as firmas do mesmo setor e com características semelhantes, não foram avaliadas igualmente. Conforme destaca Lima, Carvalho, Paulo, e Girão (2015) o valor de mercado da empresa pode ser influenciado por diferentes atributos econômicos, tais como função de produção, oferta e demanda, ou o conjunto de oportunidades de investimentos e risco. Contudo, um fator primordial na diferenciação de valor de mercado entre empresas semelhantes, é o ciclo de vida organizacional (Park & Chen, 2006).

Sabe-se que as estratégias de financiamento e investimentos evoluem ao longo do ciclo de vida da empresa. Salienta-se, no estudo de Hasan, Hossain e Habib (2015) que para o custo do capital próprio os estágios do ciclo de vida da empresa apontam no estágio de introdução e declínio um custo significativamente maior em comparação aos estágios de crescimento e maturidade.

Faff et al. (2016) enfatiza que o estágio de vida que a empresa se encontra influencia as políticas corporativas. As análises permitiram observar que a tomada de decisão pode ser diferente dependendo da fase da empresa, e em relação a liquidez de caixa na fase de introdução e crescimento a associação é positiva, mas, negativa na maturidade e declínio.

A literatura, aponta que o custo do capital próprio se altera nos estágios do ciclo de vida da empresa (Hasan et al., 2015), e o ciclo de vida organizacional está relacionado à tomada de decisão corporativa (Faff et al., 2016). Portanto, neste estudo, implica-se que, os estágios do ciclo de vida da empresa possam esclarecer as diferenças encontradas pelos estudos empíricos, na relação entre o excesso de caixa para o valor de mercado.

Enquanto as empresas em crescimento possuem maiores oportunidades de investimentos (Black, 1998), um motivo para o acúmulo do excesso de caixa relaciona-se as restrições financeiras e a oportunidades de investimentos (Huang & Mazouz, 2018). Assim, manter excesso de caixa no estágio de crescimento não reduzirá seu valor de mercado.

As empresas ao entrarem no estágio de maturidade, o retorno dos investimentos, torna-se, cada vez mais, similar ao custo do capital e o fluxo e caixa livre é elevado, além da diminuição das opções de investimentos e o declínio nos retornos (Salsa, 2010). Assim, nota-se que os motivos para acumular excesso de caixa são menores, podendo afetar negativamente o valor de mercado da empresa. Consistente a essas afirmações, apresenta-se a seguir as hipóteses da pesquisa:

H3 - Os estágios do ciclo de vida organizacional moderam a influência do excesso de caixa no valor de mercado de maneira distinta.

H3a – as empresas no estágio de crescimento que mantém excesso de caixa têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade que mantém excesso de caixa;

H3b – as empresas no estágio de declínio que mantém excesso de caixa têm menor valor de mercado que as empresas no estágio de maturidade que mantém excesso de caixa;

H3c – as empresas no estágio de crescimento que mantém excesso de caixa têm maior valor de mercado que as empresas no estágio de declínio que mantém excesso de caixa.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Tendo em vista o objetivo desta pesquisa de verificar a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional (CVO) no valor de mercado das companhias

listadas na B3 e as companhias listadas na NYSE, a população corresponde a todas as companhias, listadas B3, e todas as companhias, listadas na Bolsa de Valores NYSE, com informações constantes na base de dados *Thomson Reuters*® em abril de 2019, para o período de 2009 a 2018.

No que tange à exclusão das companhias financeiras, ocorre por ser instituições com particularidades inerentes à contabilidade, nesse sentido restringe-se essas companhias para que se tenha uma comparabilidade eficiente dos setores econômicos da amostra. Definiu-se o setor em que as companhias são categorizadas pelo *TRBC economic sector*, com divisão em dez setores, que é necessário para o cálculo da classificação dos estágios do CVO, uma vez que os setores necessitam de duas ou mais companhias contidas, permitindo o cálculo dos percentis das variáveis utilizadas.

Além disso, é uma classificação setorial baseada no mercado, semelhante ao estabelecido pelo Padrão Global de Classificação da Indústria (Pucheta-Martínez & Gallego-Álvarez, 2019). Os setores são os seguintes: materiais básicos (BM); consumo cíclico (CC); consumo não cíclico (CNC); energia (E); saúde (H); indústria (I); tecnologia (T); serviços de telecomunicações (TS); e utilidades (U).

Para a amostra final foram consideradas as companhias que apresentavam todas as informações necessárias para as análises referentes a Equação 2. Dessa forma, as exclusões para o Brasil, são as seguintes: para os anos 2009 a 2011 exclui-se os setores T e H; 2013 a 2016 o setor E. Em relação aos EUA, tem-se a exclusão do setor TS para os anos 2009 a 2018.

Neste estudo, sabendo que o número de anos por empresa varia de acordo com as informações divulgadas, toma-se dados desbalanceados em relação ao número de anos por empresa. Assim, no Brasil a amostra é composta por 137 companhias, já para o contexto norte-americano a amostra é composta por 250 companhias.

São utilizadas variáveis capazes de identificar o excesso de caixa corporativo, os estágios do CVO e o valor de mercado. Quanto aos excedentes de caixa segue-se os autores Opler et al. (1999), Harford, Mansi e Maxwell (2008), Asem e Alam (2014), Huang e Mazouz (2018). Contudo, a variável MTB, que faz parte da regressão estimada pelos autores, nesta pesquisa não foi considerada, uma vez que esta representa a variável dependente do estudo. Assim, estima-se, a cada ano, o excesso de caixa para a empresa j , o resíduo da seguinte regressão linear múltipla para a Equação 1:

$$C_{ij} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{ij} + \beta_2 ENDIV_{ij} + \beta_3 FC_{ij} + \beta_4 CGL_{ij} + \beta_5 CAPEX_{ij} + \beta_6 DIV_{ij} + \beta_7 P\&D_{ij} + \beta_8 REG_{ij} + \beta_9 RFC_{ij} + \epsilon_{ij} \quad (1)$$

As variáveis propostas, dependente e independentes, bem como as fórmulas que tornam possível identificar cada variável do excesso de caixa corporativo, conforme modelo econométrico acima, são apresentadas no Quadro 1, a seguir:

Quadro 1 - Constructo da pesquisa para o excesso de caixa

Variável	Equação	Descrição	Pesquisas
Caixa	$\frac{C_{ij} + EqC_{ij}}{AL_{ij}}$	Caixa (C) e equivalentes de caixa investimentos de curto prazo (EqC), dividido pelos ativos líquidos (AL), no ano i da empresa j .	Opler et al. (1999).
Market-to-book (MTB)	$\frac{(VA \times QA)_{ij}}{PL_{ij}}$	Valor da cotação da ação (VA) pela quantidade de ações (QA) sobre o Patrimônio Líquido consolidado (PL), no ano i da empresa j .	Medrado, Cella, Pereira e Dantas (2016).

Tamanho (TAM)	$\ln(AT)_{ij}$	Tamanho representado por Ln dos ativos totais (AT), no ano i da empresa j .	Miranda, Pimentel e Bezerra (2018); Chen, Chen e Liu (2019).
Endividamento (ENDIV)	$\frac{(PC + PnC)_{ij}}{AT_{ij}}$	Endividamento, medido pelo total da dívida de curto (PC) e longo prazo (PnC) dividido pelo AT, no ano i da empresa j ;	Harford et al. (2008).
Fluxo de caixa (FC)	$\frac{FCO_{ij}}{AL_{ij}}$	Fluxo de caixa (FC), medido pelo Fluxo de Caixa Operacional (FCO) sobre o AL, no ano i da empresa j .	Simutin (2010); Asem e Alam (2014);
Capital de Giro Líquido (CGL)	$\frac{CGL_{ij}}{AL_{ij}}$	Capital de giro líquido (CGL) dividido pelos AL, no ano i da empresa j .	Lee e Powell (2011).
CAPEX	$\frac{CAPEX_{ij}}{AT_{ij}}$	Relação entre gastos com ativo imobilizado e AT, no ano i da empresa j ;	Lee e Powell (2011).
Dividendos (DIV)	-	<i>Dummy</i> igual a 1 se a empresa paga dividendos, e 0 caso contrário, no ano i da empresa j .	Huang e Mazouz (2018).
Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)	$\frac{P\&D_{ij}}{VL_{ij}}$	Gastos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) dividido pela receita líquida de vendas (VL), no ano i da empresa j .	Simutin (2010); Asem e Alam (2014);
Reguladas (REG)	-	<i>Dummy</i> igual a 1 se a empresa está em uma indústria regulada, e 0 caso contrário, no ano i da empresa j .	Huang e Mazouz (2018).
Risco do Fluxo de Caixa (RFC)	$\frac{1}{10} \sum_{i=1}^{10} \frac{Sd(FC_{ij})}{AT_{ij}}$	Risco do fluxo de caixa (RCF), definido como a média da razão entre os desvios padrão (Sd) dos fluxos de caixa (FC) sobre o AT ao longo de 10 anos para empresas do mesmo setor, no ano i da empresa j . Sendo empresa/empresa.	Simutin (2010); Huang e Mazouz (2018).

Nota.: Ativo líquido = total dos ativos – caixa e equivalentes de caixa;

Fonte: Dados da pesquisa.

Posterior ao ajuste do modelo para a Equação 1, foram obtidos os valores referentes ao nível de caixa para cada empresa. Com isso, será possível obter a diferença entre o valor de caixa divulgado e o previsto (resíduos). Esse resíduo será utilizado como uma *proxy* para o excesso de caixa da empresa j (EC) no ano i . Assim, um resíduo positivo indicará que a empresa acumula mais caixa do que precisa para suas atividades operacionais normais e investimentos durante esse ano, já o resíduo negativo supõe menos caixa divulgado do que o caixa previsto no período da análise.

Para identificação dos estágios do CVO de cada companhia foi adotado o modelo utilizado por Anthony e Ramesh (1992), Black (1998) e adaptado por Park e Chen (2006) os quais classificaram para cada período os estágios do ciclo de vida em Crescimento (C), Maturidade (M) e Declínio (D). O estágio inicial não foi utilizado, pois entende-se que uma empresa não entra no estágio de crescimento com menos de três anos desde a sua fundação, o que inclui o estágio inicial nesta fase (Black, 1998).

Para classificar as empresas deste estudo nos estágios do CVO seguindo Park e Chen (2006), foram utilizadas quatro variáveis comumente usadas em pesquisas anteriores de modelos do CVO: idade da empresa (I); crescimento percentual das vendas (CVN); gasto de capital dividido pelo valor total da empresa (DC); e pagamento anual de dividendos dividido pelo lucro líquido (PD). A idade da empresa é captada a partir da diferença entre o ano de fundação e o ano corrente, as outras variáveis obtidas por meio da *Thomson Reuters* e calculadas no Excel.

Dessa forma, as variáveis e equações utilizadas para obtenção dessas informações são apresentadas no constructo contido no Quadro 2, a seguir:

Quadro 2 - Constructo da pesquisa para o ciclo de vida organizacional

Variável	Equação	Descrição	Autores
Despesas de capital (DC)	$\frac{CAPEX}{PL} \times 100$	CAPEX - Relação entre gastos com ativo imobilizado e Ativo Total, sobre PL - Patrimônio Líquido consolidado.	Park e Chen (2006).
Crescimento das vendas (CVN)	$\frac{VL_t - VL_{t-1}}{VL_{t-1}} \times 100$	VL _t as vendas líquidas no ano t e VL _{t-1} as vendas líquidas no ano anterior (t-1).	
Pagamento dos dividendos (PD)	$\frac{PD}{LL} \times 100$	PD - Dividendos pagos, sobre LL - Lucro Líquido.	
Idade da empresa (I)	(AA - AF)	AA - ano atual, e AF - ano de fundação da empresa.	

Fonte: Dados da Pesquisa.

As companhias foram divididas por setores e para cada ano foram elencadas em crescimento, maturidade e declínio, então, classificadas por quintis das *proxies* utilizadas para classificar seus estágios do ciclo de vida. Seguindo Park e Chen (2006), cada ano-base é classificado em um estágio do CVO, com base em uma pontuação composta pela soma das pontuações dos indicadores individuais.

Dessa forma, para realizar a classificação dos estágios do CVO, devem ser seguidas as seguintes etapas: (1) Calcular os percentis, que dividem o conjunto de informações em cinco faixas percentuais iguais para cada variável usada na categorização, de acordo com os setores em estudo, isto é, calcular os quintis das variáveis DC, CVN, PD e I para cada ano; (2) Analisar o valor correspondente da empresa no ano de avaliação para variável de interesse e atribuir uma pontuação, dada sua localização nas faixas percentuais. As pontuações atribuídas para cada empresa, de acordo com sua localização em cada quintil, são resumidas no Tabela 1.

Tabela 1 - Pontuação para análise do CVO

Quintil	Faixa	DC	CVN	PD	I
1º	0% - 20%	1	1	5(1)*	5
2º	20% - 40%	2	2	4(2)*	4
3º	40% - 60%	3	3	3	3
4º	60% - 80%	4	4	3	2
5º	80% - 100%	5	5	3	1

Nota:*Se a soma das pontuações para DC, CVN e I, for baixa (ou seja, menor que 7,5) e PD estiver no quintil mais baixo (segundo menor), então um (dois) é atribuído como escore PD para o estágio de declínio da firma em anos.

Fonte: Park e Chen (2006).

Assim, as próximas etapas são: (3) Realizar o somatório das pontuações das variáveis DC, CVN, PD e I, para cada ano; e (4) Se a empresa apresentar uma soma das pontuações das

quatro variáveis entre 4 e 8, seu estágio será de declínio (D) no ano dado; entre 9 e 15 será classificada dentro do estágio de maturidade (M) e por fim, se sua pontuação estiver no intervalo de 16 a 20, estará no estágio de crescimento (C).

Após esse processo, segue-se para as regressões necessárias que permitiram responder à questão de pesquisa levantada. Em que se operacionalizou por meio do modelo OLS com controle de efeitos fixos por setor e ano, sendo ajustada para cada país separadamente. Conforme apresentado nas regressões (2), (3) e (4) a seguir.

$$MTB_{ij} = \beta_0 + \beta_1 REC_{ij} + \beta_2 ROA_{ij} + \beta_3 Ln(AT_{ij}) + \beta_4 CRISE_{ij} + \sum EFA + \sum EFS + \varepsilon_{ij} \quad (2)$$

$$MTB_{ij} = \beta_0 + \beta_1 DEC_{ij} + \beta_2 CRESC_{ij} + \beta_3 ROA_{ij} + \beta_4 Ln(AT_{ij}) + \beta_5 CRISE_{ij} + \sum EFA + \sum EFS + \varepsilon_{ij} \quad (3)$$

$$MTB_{ij} = \beta_0 + \beta_1 DEC_{ij} + \beta_2 CRESC_{ij} + \beta_3 REC_{ij} + \beta_4 DEC_{ij} * REC_{ij} + \beta_5 CRESC_{ij} * REC_{ij} + \beta_8 ROA_{ij} + \beta_9 Ln(AT_{ij}) + \beta_{10} Crise_{ij} + \sum EFA + \sum EFS + \varepsilon_{ij} \quad (4)$$

Em que: MTB_{ij} representa o valor de mercado da empresa i no período j ; REC_{ij} representa o resíduo do ajuste da Equação (1) como proxy para o excesso de caixa. Dessa forma, de acordo com Huang e Mazouz (2018), se essa variável apresentar um valor negativo, isso indica que ela não apresenta excesso de caixa, ao passo que um valor positivo indica presença de excesso de caixa para empresa i no período j ; ROA_{ij} é uma variável de controle que representa o retorno sobre os ativos da empresa i no período j ; $Ln(AT_{ij})$ é uma variável de controle que representa o tamanho da empresa i no período j ; $CRISE_{ij}$ é uma variável *Dummy* adotada como controle para crise, representado pelo PIB do país, em que segundo Figlioli, Lemes e Lima (2017), será atribuído valor 1 se o país em análise está em crise, isto é, PIB negativo, e 0 caso contrário, isto é, PIB positivo; $\sum EFA$ e $\sum EFS$ são variáveis de controle para efeito de ano e setor. Aqui, aborda-se como forma de somatório de efeito de ano e setor devido ao fato das variáveis setor e ano apresentar vários níveis; ε_{ij} é o erro aleatório; $\beta = \{\beta_0, \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5\}$ são os coeficientes de regressão a serem estimados. DEC_{ij} é uma variável *Dummy* que indica a Fase de declínio do ciclo de vida da empresa i no período j , onde será atribuído 1 para empresas nessa fase, e 0 para as demais; $CRESC_{ij}$ é uma variável *Dummy* que indica a Fase de crescimento do ciclo de vida da empresa i no período j , onde será atribuído 1 para empresas nessa fase, e 0 para as demais; $DEC_{ij} * REC_{ij}$ e $CRESC_{ij} * REC_{ij}$ representam a moderação entre o estágio do ciclo de vida em que a empresa i encontra-se no período j e o resíduo do ajuste da Equação (1).

Assim, segue-se para a análise e discussão dos resultados obtidos com o intuito de confirmar ou refutar as hipóteses inicialmente anunciadas nesta pesquisa.

4 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS E ANÁLISE COMPARATIVA PARA BRASIL E EUA

A primeira hipótese (H1), que buscou verificar a influência do excesso de caixa corporativo no valor de mercado. O pressuposto de haver uma relação negativa entre os temas está amparado, principalmente, pela teoria do fluxo de caixa livre de Jensen (1986), além de evidências empíricas como Faulkender e Wang (2006), Belkhir, Boubaker e Derouiche (2014) e Huang e Mazouz (2018).

Assim, Jensen (1986) sugeriu que para reduzir o risco de inadimplência das empresas os administradores acumulam caixa além do nível normal ao invés de elevar a riqueza dos acionistas, assim, como o fluxo de caixa livre é o único recurso financeiro que eles podem controlar livremente os custos de agência devem aumentar, isso, tende a reduzir o valor de mercado da empresa.

Belkhir et al. (2014) ao investigarem o efeito do controle-propriedade, e o conselho de administração sobre os excedentes de caixa, constataram uma relação negativa no valor de mercado quando a empresa acumula excesso de caixa. Semelhante, Huang e Mazouz (2018) evidenciaram um efeito direto do excesso de caixa no valor de mercado negativo.

Além dessas evidências empíricas acredita-se na premissa de que o excesso de caixa reduz o valor de mercado, motivado pela desconfiança dos investidores em o porquê acumular mais disponibilidades acima do necessário. Subjacentes a essa premissa, Oler e Picconi (2009) destacam que as companhias têm um nível de caixa ideal, então manter mais (excesso) ou menos (insuficiente) caixa do que o saldo ótimo deve ter efeitos adversos no desempenho fundamental da empresa.

Embora pesquisas empíricas também evidenciaram que o valor de mercado da empresa aumenta quando se acumula excedentes de caixa em determinadas situações, pode-se citar Asem e Alam (2014) e Shin et al. (2018), a presente pesquisa evidenciou que os investidores tendem a não valorizar a empresa que mantém excedentes de caixa. Esse resultado vai ao encontro de Faulkender e Wang (2006), Belkhir et al. (2014) e Huang e Mazouz (2018).

A relação negativa e significativa entre o excesso de caixa e o valor de mercado, que sustenta a visão de que os investidores não compactuam em manter um nível elevado de disponibilidades foi identificada em todos os testes realizados no decorrer das regressões. Sendo assim, controlou-se pelo tamanho organizacional, pela crise econômica para cada país e ano e pelo retorno sobre o ativo.

Desse modo, tem-se que manter excedentes de caixa tende a minimizar o valor de mercado da empresa, portanto, a H1 foi confirmada, pois verificou-se que o excesso de caixa influencia negativamente o valor de mercado. Portanto, as empresas da bolsa de valores do Brasil analisadas comportam-se semelhantemente, às empresas da bolsa de valores norte-americana, assim, tem-se que os investidores não valorizam o acúmulo do excesso de caixa mesmo em contextos econômicos distintos.

Em relação ao CVO, atrelado à segunda hipótese (H2), em que pressupôs que o valor de mercado das empresas deve ser influenciado pela fase que a empresa se encontra, essa premissa é amparada por estudos como Black (1998), Holt (2003) e Drake (2015).

Black (1998) destacou os aspectos inerentes a cada estágio do CVO, destacando como algumas atividades relacionadas a determinada fase pode valorizar a empresa. Holt (2003) identificou que o comportamento das empresas segue um padrão do ciclo de vida. Assim, como Drake (2015) documentou, as características das empresas relacionam-se com o estágio do CVO.

De fato, a partir da análise das regressões, ao verificar a relação do CVO no valor de mercado influenciando de maneira distinta, comprovou-se que as empresas em cada fase possuem uma relação com o valor de mercado positiva ou negativamente, tanto para Brasil quanto EUA. Portanto, a H2 foi confirmada, sendo assim, o valor de mercado da empresa é influenciado pelo estágio do ciclo de vida organizacional em que essa se encontra.

O Quadro 3 apresenta um resumo geral sobre as relações esperadas e encontradas referente aos estágios do CVO e o valor de mercado das empresas.

Quadro 3 - Resultados da influência dos estágios do CVO no valor de mercado

PAÍS	HIPÓTESES	RELAÇÕES ESPERADAS	RESULTADOS
BRASIL	H2a	(+) *** Crescimento (-) *** Maturidade	Não se rejeita H2a

-	H2b	(+) *** Maturidade (-) *** Declínio	Não se rejeita H2b
EUA	H2c	(+) *** Crescimento (-) *** Declínio	Não se rejeita H2c

Nota: ***significância a nível de 1%; ** 5%; *10%. (+) Representa que o primeiro estágio tem maior valor de mercado que o segundo estágio (-).

Fonte: Dados da pesquisa.

Observou-se que, em ambos os contextos investigados, as empresas classificadas em estágios diferentes de CVO possuem valor de mercado distintos, em contrapartida, empresas categorizadas nas mesmas fases agrupam-se para um valor de mercado semelhante. Os resultados apontaram que empresas na fase de crescimento tendem a ter seu valor de mercado positivo quando comparadas às em fase de maturidade. Sendo assim, a H2a foi confirmada, que verificou que empresas no estágio de crescimento têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade.

Para a análise das empresas classificadas no estágio de declínio e maturidade do CVO, a relação apontou que na fase declínio as empresas tendem a ter menor valor de mercado, isso ao comparar com a fase de maturidade, isso porque o declínio tem relação significativa e negativa. Com isso, tem-se que a H2b foi confirmada, assim, empresas no estágio de declínio têm menor valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade.

Portanto, quando verificar as empresas categorizadas nos estágios de crescimento e declínio do CVO, obtém-se que estar classificada na fase em crescimento apresenta-se para as empresas um valor de mercado maior, pois, apontou-se uma associação positiva, em todos os casos para essa relação direta entre CVO e VM. Logo, a H2c foi confirmada, empresas no estágio de crescimento têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de declínio.

Diante dos resultados apontados, parte-se para análise do efeito moderador do CVO entre a relação do excesso de caixa e o valor de mercado, referente a terceira hipótese (H3), que buscou analisar o efeito moderador do ciclo de vida organizacional na relação entre excesso de caixa e valor de mercado.

Essa premissa apoia-se em determinadas evidências, conforme Glantz e Kissell (2013), o foco no valor de mercado impulsiona a tomada de decisões das companhias. Por sua vez, o CVO relaciona-se as tomadas de decisões, como financiamento e investimentos (Owen & Yawson, 2010). Características firmes, oportunidades de crescimento, cultura corporativa e estrutura organizacional mudam gradualmente à medida que as empresas amadurecem. Tal afirmação é suportada por Faff et al. (2016) que mencionam que as empresas se comportam de maneira diferente em vários estágios do ciclo de vida.

Ao propor que os estágios do ciclo de vida da empresa sejam moderadores à associação negativa entre o acúmulo do excesso de caixa e o valor de mercado, defendido pela teoria do fluxo de caixa livre de Jensen (1986). Argumenta-se que, as medidas específicas referente aos distintos estágios do ciclo de vida das empresas categorizadas devem alterar essa perspectiva, com base nas medidas do esquema utilizado de classificação de Park e Chen, (2006), em que se gerou resultados consistentes e permitem concluir que os achados empíricos são suportados pelos dados expostos.

O ciclo de vida da empresa está positivamente associado na fase de crescimento e negativamente associado no estágio de declínio com o valor de mercado, sendo estatisticamente significativa, para o Brasil e EUA. Contudo, as empresas categorizadas nos estágios do CVO, em crescimento e declínio, que mantém excedentes de caixa apresentaram valor de mercado distintos dos verificados anteriormente, além de que empresas com excesso de caixa podem ter seu valor de mercado positivo, essas associações foram estatisticamente significantes. Sendo assim, a H3 foi confirmada, logo, os estágios do CVO moderam a influência do excesso de caixa no valor de mercado de maneira distinta.

Os critérios utilizados para rejeição ou não das hipóteses de pesquisa sobre a moderação do CVO na relação entre excesso de caixa e valor de mercado baseiam-se na significância, sinal e na comparação entre os estágios do CVO da regressão que continha tal moderação. Diante disso, as hipóteses, os resultados esperados e encontrados na análise das empresas brasileiras e norte-americanas são ilustrados no Quadro 4 a seguir.

Quadro 4 - Resultados do efeito moderador dos estágios do CVO na relação entre excesso de caixa e valor de mercado

PAÍS	HIPÓTESES	MODERAÇÕES	RELAÇÕES ESPERADAS	RESULTADOS
BRASIL - EUA	H3a	REC*CRESC	(+) *** Crescimento (-) *** Maturidade	Rejeita-se H3a
	H3b	REC*DEC	(+) *** Maturidade (-) *** Declínio	Rejeita-se H3b
	H3c	REC*CRESC vs REC*DEC	(+) *** Crescimento (-) *** Declínio	Não se rejeita H3c

Nota: ***significância a nível de 1%; ** 5%; *10; (+) Representa, como efeito moderador do resíduo do excesso de caixa, que o primeiro estágio tem maior valor de mercado que o segundo estágio (-).

Fonte: Dados da pesquisa.

Quanto a análise do efeito moderador do CVO na relação do excesso de caixa no valor de mercado, esperava-se que as empresas classificadas no estágio de crescimento, mesmo mantendo excesso de caixa, teriam valor de mercado positivo quando comparadas àquelas na fase madura que mantém excesso de caixa. De fato, isso ocorre no cenário norte-americano, no entanto, as empresas brasileiras apontaram que estar no estágio de crescimento e acumular excedentes de caixa reduz o valor de mercado, uma vez que, aquelas classificadas no estágio de declínio tem o valor da empresa positivo.

Para tanto, a relação distinta dos estágios do CVO entre os países analisados, implicou a não confirmação da H3a, não pôde se afirmar que as empresas no estágio de crescimento que mantém excesso de caixa têm maior valor de mercado em comparação as empresas no estágio de maturidade que mantém excesso de caixa, em todos os contextos econômicos.

Do mesmo modo, verificou-se que as empresas que mantém excesso de caixa e estão classificadas no estágio de declínio em comparação aquelas em fase madura que acumulam excesso de caixa, no Brasil, apresentaram valor de mercado positivo. Sendo assim, nesse contexto, manter excesso de caixa as empresas da fase em declínio são valorizadas pelo mercado. Contudo, na mesma condição, para os EUA, ocorreu a baixa no valor de mercado das empresas.

Logo, a H3b não foi confirmada, pois, não pôde se confirmar que as empresas no estágio de declínio que mantém excesso de caixa têm menor valor de mercado que as empresas no estágio de maturidade que mantém excesso de caixa, uma vez que os contextos investigados apresentaram dissemelhança nos resultados.

As empresas em crescimento, investem mais e tem maior uso de capital, do que as empresas em outros estágios, evidenciando o quanto o CVO tem um papel influente na definição da política corporativa (Faff et al., 2016), salienta-se que os investidores notam as políticas internas em busca de crescimento (Mueller, 1972).

Na fase de crescimento, há o desenvolvimento por meio da criatividade, direção, coordenação e colaboração (Owen & Yawson, 2010) e prediz-se que nessa etapa há a criação de valor, pois, as empresas decorrem de grandes oportunidades de investimento (Habib & Hasan, 2018). Essas questões estão associadas a disponibilidade de dinheiro em caixa (Huang & Mazouz, 2018).

Tais afirmações, apoiam-se, também, em Almeida et al. (2004), que sugerem que empresas poderiam manter excesso de caixa como motivo de precaução. Logo, sugere-se que

para eventuais oportunidades de investimentos as empresas em crescimento utilizariam os excedentes de caixa e, nesse caso, a relação com o valor de mercado seria positiva. Isso indica que essa perspectiva pode ter sido percebida pelos investidores nos EUA, uma vez que o valor de mercado dessas empresas foi positivo. Levando em conta a comparação feita com as empresas que mantêm excesso de caixa no estágio de maturidade.

O resultado contrário no Brasil pode indicar que as empresas que mantêm excedentes de caixa no estágio de crescimento, detêm ainda maiores oportunidades de investimento, porém, os investidores podem não confiar se o acúmulo de caixa será empregado em um investimento rentável. Subjacentes a essa afirmação, destaca-se Simutin (2010) que menciona que o crescimento é uma *proxy* para oportunidades de investimentos arriscados que podem levar a objetivos divergentes do esperado pelos investidores. Quando em comparação ao acúmulo de caixa em empresas no estágio de maturidade do CVO.

No que tange o valor de mercado das empresas no estágio de declínio que acumulam excedentes de caixa em comparação àquelas no estágio de maturidade nessa condição, para o Brasil, a moderação alterou a influência. Portanto, na relação entre o excesso de caixa e o valor de mercado, se a empresa estiver classificada no estágio de maturidade o valor de mercado é positivo, ou seja, as empresas têm maior valor ao manter excesso de caixa estando na fase madura.

Esse resultado, pode implicar que na fase de declínio do CVO as companhias mantêm excesso de caixa decorrentes do enfrentamento de restrições financeiras ou ainda pelo capital de terceiros tornar-se um custo mais elevado. Conforme mencionam Huang e Mazouz (2018), as companhias com restrições financeiras sofrem com a captura de recursos de terceiros, assim, se perceberem que obtêm alguma oportunidade de investimento, o excesso de caixa passa a ser valioso.

Assim, sugere-se que os investidores das empresas brasileiras notaram a necessidade de elas manterem níveis de caixa acima do “ideal”, isso resultou em um valor de mercado positivo. Em contrapartida, na análise para os EUA, o efeito moderador do CVO entre a relação do excesso de caixa e o valor de mercado da empresa não alterou o impacto negativo, quando comparada ao estágio de maturidade daquelas na mesma condição.

Ademais, em uma comparação múltipla entre as empresas classificadas no estágio de crescimento com aquelas em fase de declínio do CVO com os resíduos do excesso de caixa no valor de mercado, observou-se que, em ambos os contextos, obteve-se coeficientes significantes e positivos. Assim, a H3c foi confirmada, as empresas no estágio de crescimento que mantêm excesso de caixa têm maior valor de mercado que as empresas no estágio de declínio que mantêm excesso de caixa.

As diferenças encontradas entre as empresas brasileiras e norte-americanas podem relacionar-se a alguns aspectos, como os determinantes dos níveis de caixa e os motivos para manter disponibilidades do excesso de caixa. Em relação aos determinantes destaca-se o fluxo de caixa, endividamento, capital de giro líquido e dividendos (Koshio, 2005) essas variáveis compõem o modelo utilizado nesta pesquisa com base em Huang e Mazouz (2018).

No que tange ao fluxo de caixa, consoante Koshio (2005) as empresas norte-americanas tomam decisões mais ativas que são consistentes com a abordagem de *tradeoff*, enquanto no contexto brasileiro isso não foi identificado. O capital de giro líquido, também, apresenta diferenças entre os contextos, pois, os efeitos das contas a receber são mais relevantes nas empresas norte-americanas, enquanto as brasileiras relevam mais as contas a pagar (Koshio, 2005). O autor ainda menciona que, além dos termos de endividamento, em que as empresas brasileiras em relação aos empréstimos de curto prazo seguem um padrão alinhadas a abordagem *tradeoff*, o que não é verificado nos EUA, os dividendos, contém extrema significância no Brasil, ao contrário do que ocorre nas empresas norte-americanas.

Nesse contexto, subjacentes aos resultados analisados, e consistente à proposta de que o comportamento das empresas varia dependendo do estágio do ciclo de vida (Faff et al., 2016), infere-se que esta pesquisa, ao propor que os estágios do CVO moderam a relação entre o excesso de caixa e o valor de mercado percebeu-se consistente. Coletivamente, por meio da análise empírica comparativa e a partir dos testes, pode-se afirmar que os resultados apresentados tornam-se sólidos e foram suportados pelos dados, depreendendo que os estágios do CVO moderam a influência negativa entre a relação do excesso de caixa e o valor de mercado, descrita pela teoria do fluxo de caixa livre de Jensen (1986) e comprovada pelos resultados supracitados.

Acredita-se que essa discussão possa gerar indícios sobre o efeito do ciclo de vida organizacional na associação entre o excesso de caixa e o valor de mercado, por evidenciar que os estágios de vida são capazes de induzir a gestão de caixa das organizações, enquanto o comportamento dos investidores é refletido com base nas decisões de manter excedentes de caixa dependendo da fase de vida da empresa.

5 CONCLUSÃO

Tendo em vista o objetivo desta pesquisa de verificar a influência do excesso de caixa e dos estágios do ciclo de vida organizacional no valor de mercado das companhias listadas na B3 e as companhias listadas na NYSE, procedimentos foram adotados para alcançar tais resultados. Primeiramente, constatou-se uma relação negativa e estatisticamente significativa em todos os testes realizados. Com isso, tem-se que manter excesso de caixa influencia negativamente o valor de mercado no que se refere às companhias listadas na B3 e as companhias listadas na NYSE.

Além disso, obteve-se que os estágios do CVO influenciam de maneira distintas o valor de mercado das empresas. Em análise comparativa entre Brasil e EUA foi possível identificar que as empresas classificadas no estágio de crescimento, em ambos os cenários, apresentaram relação positiva com o valor de mercado. Ao verificar-se as empresas no estágio de declínio do CVO, identificou-se uma influência negativa no valor de mercado, sendo significativa estatisticamente em ambos os contextos.

Percebeu-se que o mercado reflete o estágio de vida atual da empresa, tanto positiva quanto negativamente, assim, o desempenho da empresa sob a lente das tomadas de decisões molda-se diante de tais questões. Tal perspectiva pode estar atrelada ao fato de que as políticas corporativas seguem o ciclo de vida da empresa, ou seja, as decisões são tomadas a partir dos diferentes estágios do CVO, envolvendo principalmente a liquidez de caixa (Faff et al., 2016), com isso, os investidores tendem a perceber os objetivos organizacionais levando a perspectiva do valor de mercado.

Dessa forma, contribui-se para a literatura, primeiramente, por evidenciar que os estágios do ciclo de vida da empresa influenciam a relação entre o excesso de caixa e o valor de mercado, isso sugere que essa associação não deve ser investigada em pesquisas futuras para outros contextos, sem a inclusão de tal fator. Além disso, contribui-se por analisar a relação do excesso de caixa e o valor de mercado sob a lente teórica do fluxo de caixa livre de Jensen (1986), contrapondo às análises empíricas recentes que buscaram investigar a temática, por exemplo, Huang e Mazouz (2018).

De maneira prática, há a contribuição para as companhias expostas a esse modelo de gestão, pois, compreende-se os motivos para manter excedentes de caixa, no entanto, a relação com o desempenho de mercado quando essa é a decisão, pode refletir negativamente. Assim, os achados desta pesquisa devem direcionar as companhias, para os efeitos da prática de manter excesso de caixa. Por outro lado, deve orientar os *stakeholders*, uma vez que, altas disponibilidades de caixa evidenciam os objetivos organizacionais (Huang & Mazouz, 2018). Ademais, destaca-se que os investidores e acionistas, mediante os resultados expostos desta

pesquisa, podem se atentar as características gerenciais dessas companhias em relação as disponibilidades de caixa.

De maneira geral, conclui-se que os estágios do ciclo de vida da empresa ajudam a explicar por que a investigação quanto ao acúmulo de excesso de caixa reflete positiva ou negativamente em contextos distintos, como o Brasil e os EUA. Desse modo, para as pesquisas futuras, como os resultados foram distintos em alguns momentos entre Brasil e EUA, propõe-se expandir a pesquisa empírica para outros países, com atenção especial para a América Latina como um todo. Cujo conhecimento do tema ainda é incipiente e, por representarem nações emergentes e ambientes econômicos mais instáveis, proporcionariam avanço no conhecimento do excesso de caixa em cenários precários. Nesse sentido, levar em consideração a cultura nacional de cada contexto pesquisado pode contribuir para verificar as decisões de gestão em manter ou não excesso de caixa.

REFERÊNCIAS

- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The cash flow sensitivity of cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804.
- Amihud, Y., & Lev, B. (1981). Risk reduction as a managerial motive for conglomerate mergers. *The Bell Journal of Economics*, 605-617.
- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and economics*, 15(2-3), 203-227.
- Asem, E., & Alam, S. (2014). Cash Hoards and Changes in Investors' outlook. *Journal of Financial Research*, 37(1), 119-137.
- Assaf Neto, A., & Silva, C. A. T. (2002). Administração do capital de giro.
- Benachou, A. (2013). *Países emergentes*. Fundação Alexandre de Gusmão.
- Bhandari, S. B., & Adams, M. T. (2017). On the Definition, Measurement, and Use of the Free Cash Flow Concept in Financial Reporting and Analysis: A Review and Recommendations. *Journal of Accounting and Finance*, 17(1).
- Black, E. L. (1998). Life-cycle impacts on the incremental value-relevance of earnings and cash flow measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, v. 4, p. 40-57.
- Belkhir, M., Boubaker, S., & Derouiche, I. (2014). Control-ownership wedge, board of directors, and the value of excess cash. *Economic Modelling*, 39, 110-122.
- Borges Miranda, R., Coppe Pimentel, R., & Antonio Bezerra, F. (2018). The Relevance of Excess Cash to Explain Financial Performance and Stock Returns in Brazilian Listed Firms. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(2).
- Chang, Y., Benson, K., & Faff, R. (2017). Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters. *Pacific-Basin Finance Journal*, 45, 157-173.
- Chen, N. Y., Chen, K. C., & Liu, C. C. (2019). Debt-financed repurchases and credit ratings with the respect of free cash flow and repurchase purpose. *The North American Journal of Economics and Finance*, 47, 23-36.
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (Vol. 666). John Wiley & Sons.
- Drake, K. D. (2015). Does firm life cycle inform the relation between book-tax differences and earnings persistence?. Available at SSRN 2547778.
- Faff, R., Kwok, W. C., Podolski, E. J., & Wong, G. (2016). Do corporate policies follow a life-cycle?. *Journal of Banking & Finance*, 69, 95-107.
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957-1990.

- Figlioli, B., Lemes, S., & Lima, F. G. (2017). IFRS, sincronicidade e crise financeira: a dinâmica da informação contábil para o mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(75), 326-343.
- Glantz, M., & Kissell, R. L. (2013). *Multi-asset risk modeling: techniques for a global economy in an electronic and algorithmic trading era*. Academic Press.
- Grullon, G., & Michaely, R. (2004). The Information Content of Share Repurchase Programs. *The Journal of Finance*, 59(2), 651-680.
- Habib, A., Hasan, M. M., & Jiang, H. (2018). Stock price crash risk: Review of the empirical literature. *Accounting & Finance*, 58, 211-251.
- Hasan, M. M., Hossain, M., & Habib, A. (2015). Corporate life cycle and cost of equity capital. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(1), 46-60.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Harford, J., Mansi, S. A., & Maxwell, W. F. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555.
- Holt, R. W. (2003). Investment and dividends under irreversibility and financial constraints. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 27(3), 467-502.
- Huang, W., & Mazouz, K. (2018). Excess cash, trading continuity, and liquidity risk. *Journal of Corporate Finance*, 48, 275-291.
- Jawahar, I. M., & McLaughlin, G. L. (2001). Toward a descriptive stakeholder theory: An organizational life cycle approach. *Academy of Management Review*, 26(3), 397-414.
- 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. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London, 1936). *Keynes The General Theory of Employment, Interest and Money 1936*.
- Kim, C. S., Mauer, D. C., & Sherman, A. E. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359.
- Koshio, S. (2005). *Nível de caixa de empresas não financeiras no Brasil: determinantes e relação com o endividamento* (Doctoral dissertation).
- Lee, E., & Powell, R. (2011). Excess cash holdings and shareholder value. *Accounting & Finance*, 51(2), 549-574.
- Lima, A. S. D., Carvalho, E. V. A. D., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.
- Medrado, F., Cella, G., Pereira, J. V., & Dantas, J. A. (2016). Relação entre o nível de intangibilidade dos ativos e o valor de mercado das empresas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 10(28), 32-44.
- Mueller, D. C. (1972). A life cycle theory of the firm. *The Journal of Industrial Economics*, 199-219.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Neyland, J., & Shekhar, C. (2018). How much is too much? Large termination fees and target distress. *Journal of Banking & Finance*, 88, 97-112.
- Oler, D., & Picconi, M. (2009). Implications of insufficient and excess cash for future performance. Available at SSRN 1092880.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52(1), 3-46.

- Orlova, S. V., & Rao, R. P. (2018). Cash holdings speed of adjustment. *International Review of Economics & Finance*, 54, 1-14.
- Owen, S., & Yawson, A. (2010). Corporate life cycle and M&A activity. *Journal of Banking & Finance*, 34(2), 427-440.
- Park, Y., & Chen, K. H. (2006). The effect of accounting conservatism and life-cycle stages on firm valuation. *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 22(3).
- Palazzo, B. (2012). Cash holdings, risk, and expected returns. *Journal of Financial Economics*, 104(1), 162-185.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos-Tourism & Management Studies*, (6), 162-174.
- Samadiyan, B., & Rezaei, F. (2012). Investigating the relationship between stock prices and earnings quality using Leuz Parton-Simko and Penman models in firm's life cycle stages. *Journal of Basic and Applied Scientific Research*, 2(3), 2312-2324.
- Schumpeter, J. A. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*.
- Shin, M., Kim, S., Shin, J., & Lee, J. (2018). Earnings Quality Effect on Corporate Excess Cash Holdings and Their Marginal Value. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(4), 901-920.
- Simutin, M. (2010). Excess cash and stock returns. *Financial Management*, 39(3), 1197-1222.
- Thietart, R. A., & Vivas, R. (1984). An empirical investigation of success strategies for businesses along the product life cycle. *Management Science*, 30(12), 1405-1423.