

Fluxo de Caixa Livre: Evidências na Distribuição de Proventos de Empresas Brasileiras de Capital Aberto

José Matias Filho
Business Administration
Mackenzie Presbyterian University
Campinas, Brazil
jose.matias@mackenzie.br

Ricardo Antonio Fernandes
ricardo.fernandes@mackenzie.br
Guilherme Duarte Barbosa
gguiii@hotmail.com
Maria Victoria Cappi
mavicppi@gmail.com
Vinicius Teixeira Manzoli
viniciusteixeiramanzoli@hotmail.com

Abstract— O objetivo desse trabalho é compreender até que ponto as empresas de capital aberto listadas na B3 seguem o conceito de fluxo de caixa livre aos sócios (FCLS) ao distribuírem proventos aos acionistas. Foi realizada uma pesquisa descritiva com análise quantitativa compreendendo o período de 2014 a 2018 com as empresas da amostra coletada. Para que fosse possível entender melhor o comportamento das variáveis, foi realizado o teste de diferença de médias, a fim de verificar a consistência dos valores distribuídos aos acionistas, em consonância com a teoria do fluxo de caixa livre. Partiu-se de uma amostra inicial de 598 empresas e, após exclusão daquelas que não apresentaram dados suficientes para calcular o fluxo de caixa livre para sócios no período, restaram 300 empresas por ano, em média, na amostra final. O resultado obtido pelos cálculos demonstrou que em três dos cinco anos a diferença de médias entre o FCLS e os proventos distribuídos estavam dentro do limite estabelecido pela estatística ou seja, não havia diferença significativa. Notou-se também, em uma análise setorial, que as empresas de consumo cíclico apresentaram médias dentro do estabelecido durante esses 5 anos estudados e as empresas de Utilidade pública e Bens Industriais não apresentaram diferenças em quatro dos cinco anos. Foi possível concluir que no período estudado as empresas da amostra seguiram parcialmente o conceito de FCLS ao distribuírem os proventos aos acionistas.

Keywords— Fluxo de Caixa Livre; dividendos; proventos.

1. INTRODUÇÃO

As empresas visam alcançar alguns objetivos gerais, como tornar-se referência em seu ramo de atividade, atingir um nível de produção de excelência, ser socialmente e ecologicamente responsáveis e, em sua maioria, buscar o lucro e acrescentar valor [1]. As decisões estratégicas visam a potencialização dos resultados, tornando a empresa mais sólida para os atuais acionistas e mais atraente a futuros investidores.

Toda organização existe, não para si mesma, mas sim para alcançar objetivos e produzir resultados, em função dos quais deve ser dimensionada, estruturada e orientada [2]. Desta forma, visando atingir ao principal destes objetivos, a missão principal dos administradores é maximizar a riqueza dos acionistas [3].

Neste contexto, adquirem especial importância as medidas que mensuram o valor de uma empresa, algumas das quais são consideradas neste estudo, a saber: MVA (*Market Value Added*), EVA (*Economic Value Added*), Lucro Líquido, Fluxo de caixa livre (FCL), EBITDA (*Earn Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization*), EBIT (*Earn Before Interests and Tax*), ROA (*Return on Assets*) e ROE (*Return on Equity*). Essas medidas são utilizadas pelos investidores para mensurar a quantidade de riqueza gerada pela empresa, que por sua vez irá remunerar os investimentos nela efetuados pelos investidores, sejam eles provenientes de credores ou acionistas.

Dentre as medidas de mensuração de valor, o fluxo de caixa livre destaca-se como sendo a quantidade de recursos que pode ser distribuída aos provedores de capital. O fluxo de caixa livre, também conhecido como fluxo de caixa dos ativos se refere ao caixa que está livre das necessidades de capital de giro ou para investimentos em novos itens imobilizados, podendo ser distribuído livremente aos credores e acionistas [4], sendo uma medida que pode ser utilizada também para cálculo do valor da empresa quando trazida a valor presente [5].

O fluxo de caixa livre (para os sócios) pode ser considerado como um método distinto de avaliação sobre a atratividade de uma empresa [6 e 7]. É uma medida do recurso que a empresa pode distribuir aos seus acionistas após honrar todos os seus compromissos e reservar os gastos necessários com aumento de capital de giro e investimentos em imobilizado. O fluxo de caixa livre é calculado, segundo a consideração que a empresa é integralmente composta, a princípio, por capital próprio.

No sentido de procurar contribuir com a administração das empresas em geral e também com o entendimento da distribuição da riqueza das empresas aos acionistas, essa pesquisa se propõe a responder a seguinte pergunta: as empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3 estão seguindo o conceito de fluxo de caixa livre aos sócios (FCLS) na distribuição de riqueza para os acionistas, através dos proventos (dividendos e juros sobre o capital próprio - JSCP), distribuídos a cada exercício, no período de 2014 a 2018?

A fim de responder à pergunta e cumprir o objetivo desse trabalho, os seguintes pontos foram explorados:

- Identificar as empresas listadas na B3 com informação financeira suficiente para cálculo do fluxo de caixa livre (dos sócios) no período de 2014 a 2018;
- Obter dados de destinação de proventos pagos aos acionistas pelas empresas da amostra, considerando os dividendos e juros sobre capital próprio (JSCP) distribuídos;
- Comparar as duas informações, utilizando o Teste de Diferença de Médias, a fim de verificar se há correspondência entre o FCLS calculado e os proventos distribuídos, procurando responder o problema de pesquisa proposto.

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

O principal objetivo de um acionista ao investir seu capital em determina organização é a majoração de seu patrimônio, assim aumentando sua riqueza. A empresa, por sua vez, deve visar a maximização do lucro, consequentemente aumentando a riqueza do seu acionista. Esse objetivo envolve o ponto de lucro máximo, definido pela máxima distância entre a receita total e o custo total da empresa [5 e 8]. A geração de riqueza é a base dos motivos para as empresas realizarem investimentos e buscar um retorno que gere lucro e seja sustentável [9,10, 11 e 12].

Há inúmeros modelos para se avaliar a atratividade e rentabilidade de uma empresa, sendo os principais: i) modelo de dividendos; ii) preço efetivo do mercado; iii) taxa de crescimento; iv) taxa de retorno; v) taxa de retorno esperada; vi) taxa de retorno efetiva ou realizada e; vii) rendimento de dividendos esperado e rendimento de ganhos de capital [3].

Os dividendos, por sua vez, seguem uma política que relaciona a decisão da empresa entre distribuir lucros ou a reter o capital para reinvestimentos. Sendo assim, a política ótima de dividendos é aquela em que é atingido o equilíbrio entre o crescimento futuro, que como consequência aumenta o preço da ação, e os dividendos correntes [13 e 14]. No Brasil, o juro sobre capital próprio (JSCP) é considerado como uma forma de distribuição de lucro, além do que pode ser considerado como dividendos com vantagem de ser dedutível do imposto de renda [15 e 16].

Devido ao crescimento da importância do acionista, principalmente nos países desenvolvidos, uma gama de administradores passou a focar na criação de valor como sendo a medida mais importante do progresso corporativo. Tal importância também traz benefícios à economia e as demais partes que possuem interesse, não apenas para os acionistas [17].

No Brasil, o arcabouço regulatório das empresas foi definido através da Lei 6.404/76, conhecida como “Lei das Sociedades Anônimas”, e sua legislação complementar que prevê inclusive as regras para a distribuição dos resultados das companhias aos seus acionistas [18].

Esta legislação prevê inclusive que, no caso das companhias abertas, suas ações são divididas em dois tipos:

1) Ações preferenciais (PN): Possuem prioridade no recebimento de dividendos e no reembolso do capital (em casos específicos), mas não concedem aos seus detentores direito de votar nas assembleias de acionistas, não podendo decidir, portanto, os destinos da companhia;

2) Ações ordinárias (ON): Não têm a preferência no recebimento dos dividendos da companhia, recebendo-os posteriormente a aquelas, mas outorgam aos seus detentores o direito a voto nas assembleias, decidindo, portanto, os rumos que a empresa irá tomar.

2.1 PRINCIPAIS MEDIDAS DE APURAÇÃO DE RESULTADO

Nas empresas, a busca pela maximização do valor é algo constante nas tomadas de decisões empresariais. Muitas também são as ferramentas utilizadas para se medir a rentabilidade e a geração de valor nas empresas como: EBITDA, EVA/MVA, EBIT, ROA, ROE, lucro líquido, fluxo de caixa livre, entre outras. A gestão das empresas vem mostrando avanços em sua forma de atuação, deixando de lado o lucro e rentabilidade para um enfoque, preferencialmente, voltado à riqueza dos acionistas [12 e 19]. A seguir serão explicadas algumas destas medidas.

2.1.1 EBIT

O Lucro Operacional, ou EBIT, está vinculado às operações decorrentes da empresa, durante o período de apreciação. Esta avaliação reflete o desempenho das operações normais das organizações, o qual pode ser apto de explicitar causas de variação e conquista de metas [6].

O lucro operacional originado é necessário para suportar retornos de caixa exigidos pelos proprietários e investidores e compensar as relações entre risco e retorno dos investimentos. A demonstração de resultado do exercício apresenta o lucro operacional, que é parte integrante do lucro líquido. Portanto, o lucro operacional mostra o quão eficiente foi a empresa e qual será a agregação de valor para os sócios [20 e 21].

A eficiência operacional de uma organização determina a margem operacional (rentabilidade), sendo esse seu lucro operacional. As empresas mais eficientes têm margens mais altas, quando os outros fatores ficam constantes, diante as empresas menos eficientes do mesmo setor. Então se a empresa consegue gerar mais rentabilidade sobre ativos existentes, tende a obter um valor adicional [22].

O lucro operacional também pode ser definido como o lucro líquido que a empresa teria sem as dívidas financeiras. Esta definição parte da ideia do fluxo de caixa livre, assumindo que o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa dos sócios, ou seja, os fluxos de caixa residuais das dívidas, após dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e do principal, descontados pela taxa exigida pelos investidores sobre o capital próprio [23].

2.1.2 ROA, LUCRO LÍQUIDO e ROE

Outra medida utilizada para medir a rentabilidade das empresas é o ROA, calculada pela relação entre o Lucro Líquido e o Ativo total, que mede o quanto a empresa ganhou

ou perdeu em seus investimentos, sejam provenientes de capital próprio ou de terceiros, aplicados no ativo [24].

O lucro líquido, por sua vez, é uma medida muito utilizada nas empresas para apurar o resultado econômico, representado pela linha final das Demonstrações de Resultados das empresas. Conhecido como lucro contábil, pode ser definido como sendo o total do rendimento obtido com a venda da produção em determinado período, subtraídos dos gastos realizados [25, 26 e 27].

O ROE é o indicador que evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa, o qual, os acionistas se interessam em acompanhar pois trata-se de um investimento já feito. É calculado por meio da divisão entre o Lucro líquido e o Patrimônio Líquido

2.1.3 EBTIDA, EVA e MVA

O EBTIDA tem um caráter estritamente operacional, excluindo do cálculo as apropriações de depreciações e eventuais amortizações que incidem sobre os ativos tangíveis e intangíveis. Esta medida é focada no valor do caixa, ou melhor no potencial de geração do caixa (portanto valores antes de se considerar as depreciações) produzido pelos ativos genuinamente operacionais (excluindo-se então as receitas financeiras que, neste caso, não são o objetivo da empresa), e sem os efeitos decorrentes da forma de financiamento da empresa (portanto, excluindo-se também as despesas financeiras) e antes dos efeitos dos tributos sobre o resultado (Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o lucro, no caso brasileiro).

O valor do indicador de resultado EBITDA pode ser obtido somando-se ao Lucro Operacional os valores de depreciação e amortização eventualmente contidos nos custos e despesas operacionais. É considerada uma medida de solidez financeira mais indicada que o lucro líquido [3 e 28] superando em eficácia o lucro líquido quando se deseja comparar as organizações, sendo considerável a ligação entre o EBITDA e os retornos aos acionistas [29].

Já o EVA e o MVA são métodos de avaliação de desempenho da empresa que evidenciam a capacidade da criação ou mesmo de destruição de riquezas. Possibilitam analisar o desempenho organizacional, considerando o custo de oportunidade do capital, no caso do EVA, e a percepção do mercado frente a gestão do capital, no caso do MVA) [30 e 31].

2.1.4 FLUXO DE CAIXA LIVRE (FCL)

O FCL é o fluxo de caixa gerado pelas empresas que se encontra disponível para credores e acionistas, após os impostos. É calculado, a princípio, desconsiderando os pagamentos de dívida [32]. O modelo de fluxo de caixa livre utiliza o fluxo de caixa operacional, ou seja, o fluxo que é gerado pelas operações normais da organização, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que estará disponível para investimento em ativos fixos e necessidade de capital de giro e não deve ser confundido com o fluxo de caixa tradicional, já que o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa concebido das operações correntes disponível para distribuição que não apresenta impacto no nível de crescimento do negócio. O essencial é mensurar o caixa

disponível que não afeta o nível de crescimento da empresa. Pode ser entendido como uma sobra de caixa, disponível para ser distribuída ou reinvestida na empresa [33 e 34].

O valor do FCL pode ser calculado por meio do caixa operacional livre, subtraindo o valor dos investimentos, dos dividendos e das despesas operacionais. Sendo assim, o resultado é chamado de valor disponível, servindo para remunerar os investidores de recursos da organização [35]. Existem dois caminhos para avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado: i) avaliar a participação do acionista no negócio, que é o fluxo de caixa livre para sócios (FCLS) e; ii) avaliar a empresa como um todo, que é o fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE) [23].

Os dividendos distribuídos aos sócios podem ser menores do que o calculado pelo fluxo de caixa livre pois há algumas razões para as empresas decidirem por distribuir menos dividendos. Uma delas é, por exemplo, a insegurança em relação a necessidade de recursos no futuro e, por isso, a empresa pode optar por reter parte do caixa para atender necessidades não-previstas [32].

O cálculo do fluxo de caixa livre, que será adotado neste estudo, para os sócios e para a empresa é [36]:

Lucro Operacional

(-) IRPJ e CSLL sobre o Lucro Operacional

(+) Depreciação

(-) Investimentos projetados

(-) Necessidade de Capital de Giro

(=) Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE)

(-) Encargos Financeiros

(+) (Reembolso) IPRJ e CSLL s/Encargos Financeiros

(=) Fluxo de Caixa Livre para Sócios (FCLS)

Desta forma, a diferenciação entre a utilização do FCLE e FCLS reside no estágio de estrutura de capital da empresa analisada. Se a empresa em questão não tem perspectivas de mudança na estrutura de capital (essas seriam entidades maduras, líderes de mercado), a opção mais indicada é a utilização FCLS, já que não haverá dificuldades em projetar juros a serem pagos. Caso, a empresa em questão, tem perspectivas relevantes de mudança na estrutura de capital (as iniciantes e as que fazem parte de indústrias em constante evolução), a opção mais indicada seria o uso do FCLE, que traduz com muita clareza essas mudanças por meio das taxas de desconto [37].

2.1.5 ESTUDOS CORRELATOS

Vários estudos semelhantes a este, voltados para a análise do Fluxo de Caixa Livre na avaliação de empresas, forma realizados sendo alguns voltados para a aplicação em setores específicos como tecnologia [38] e empresas públicas [39 e 40]. Os modelos de avaliação foram baseados em: balanço patrimonial, demonstração de resultados, *goodwill*, fluxo de caixa (livre) e criação de valor. As conclusões sumarizadas indicaram que embora os modelos em geral possuam propósitos semelhantes, nem sempre revelam os mesmos resultados ou tendências, notadamente devido a ambiguidades e flexibilidades surgidas nos processos, e uma significativa dose de subjetividade nas avaliações [41 e 34].

3. METODOLOGIA

A classificação deste estudo dentre as abordagens de pesquisa seria do tipo quantitativo descritivo [42 e 43]. A amostra foi composta pelas empresas brasileiras de capital aberto listadas na B3, que no período de 2014 a 2018 apresentaram dados suficientes para cálculo das variáveis que compuseram o estudo. Os dados necessários foram coletados por meio da base de dados Economatica®. Para o FCLS, foram coletados os itens das demonstrações financeiras necessários para o seu cálculo e com relação aos proventos distribuídos, foi coletado o índice da Economatica® descrito como DIVPAG, que apresenta, a cada ano, a soma de todos os dividendos distribuídos, além dos juros sobre capital próprio eventualmente pagos aos acionistas.

Esta pesquisa utilizou inicialmente ferramentas de estatística descritiva para analisar os dados além do Teste de Diferença de Médias para responder o problema de pesquisa proposto. Este teste tem como objetivo mensurar a diferença entre duas proporções amostrais independentes.

As hipóteses do teste de diferença de médias são:

H₀: Não há diferença entre os grupos (médias iguais);

H₁: há diferença entre grupos (médias diferentes);

A estatística de teste é a seguinte:

$$Z_{\text{teste}} = \frac{(X_1 - X_2)}{\sqrt{\frac{\delta_1^2}{n_1} + \frac{\delta_2^2}{n_2}}}$$

Sendo:

X₁ – média calculada seguindo o conceito de Fluxo de Caixa Livre da amostra;

X₂ – média dos proventos distribuídos pelas empresas da amostra;

δ_1^2 e δ_2^2 as respectivas variâncias e;

n₁ e n₂ as quantidades de empresas estudadas.

A regra de decisão, adotando um nível de significância alfa de 5%, é observar se $-1,96 \leq Z_{\text{teste}} \leq 1,96$ e, caso o resultado esteja dentro deste intervalo, não rejeitar a hipótese nula.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

A coletada de dados inicial somou inicialmente 598 empresas, abrangendo o período de 2014 a 2018. Porém, algumas empresas não apresentaram as informações necessárias para o cálculo do FCLS como, por exemplo, o EBIT, despesas com fornecedores, despesas financeiras, depreciação e amortização, imobilizados, entre outras. Foi considerado como critério de exclusão a ausência de qualquer um destes dados para o cálculo do FCLS, resultando nos tamanhos finais de amostra da Tabela 1. As medidas descritivas de médias e desvios padrão das empresas da amostra final obtida encontram-se na Tabela 2.

Tabela 1 - Composição da amostra de empresas, por ano

	2014	2015	2016	2017	2018
Amostra Inicial	598	598	598	598	598
Exclusões	304	302	290	284	285
Amostra Final	294	296	308	314	313

Tabela 2 - Análise descritiva dos dados obtidos nos cálculos, por ano em R\$ bilhões

	2014	2015	2016	2017	2018
Média FCLS	R\$ 9,88	-R\$ 588,78	R\$ 1.147,88	R\$ 555,50	R\$ 650,06
Média Proventos	R\$ 274,30	R\$ 185,31	R\$ 175,84	R\$ 192,21	R\$ 280,14
Desvio Padrão FCLS	R\$ 4.639,28	R\$ 6.611,34	R\$ 7.299,44	R\$ 3.371,51	R\$ 5.263,94
Desvio Padrão Proventos	R\$ 1.166,37	R\$ 826,70	R\$ 744,39	R\$ 738,60	R\$ 1.112,61

No ano de 2015 é possível observar que o resultado médio do Fluxo de Caixa Livre para Sócios foi negativo e expressivo. Tal evento ocorreu principalmente pelos resultados de algumas empresas, entre as quais pode-se destacar: a Embraer com FCLS totalizando - 8,5 (R\$ bi), Cosan com - 8,7 (R\$ bi), JBS - 8,3 (R\$ bi), estas por conta de um aumento significativo nos ativos, particularmente pelos imobilizados. Já empresas como Gerdau e Gerdau metais somando -13,1 (R\$ bi), Petrobras com -90,6 (R\$ bi) e a Vale totalizando - 62,3 (R\$ bi), se deram por conta de resultados financeiros negativos nesse período.

A aplicação do teste de diferença de médias nos dados obtidos tanto do FCLS calculado, quanto nos proventos distribuídos, resultou nas estatísticas da Tabela 3.

Tabela 3 - Tabela de resultados do teste de diferença de médias, entre o FCLS e os proventos distribuídos

	2014	2015	2016	2017	2018
Z _{teste}	-0,95	-2,00	2,33	1,87	1,22

De acordo com os resultados para os anos de 2014, 2017 e 2018, a hipótese nula não é rejeitada e, portanto, conclui-se pela igualdade entre o FCLS e os Proventos Pagos. Já para os anos de 2015 e 2016, os resultados ficaram abaixo e acima, respectivamente, do limite estabelecido, levando à rejeição da hipótese nula e denotando diferenças nas médias desses anos.

Buscando ampliar o presente estudo, as empresas da amostra final foram classificadas pelo seu setor de atividade, de acordo com a classificação feita pela B3, e foram escolhidos intencionalmente os 3 setores numericamente mais representativos. A tabela 04 apresenta as quantidades de empresas dos setores escolhidos.

Tabela 4 - Principais Setores de Atividade representados na amostra

Setor	2014	2015	2016	2017	2018
Consumo Cíclico	70	70	73	73	74
Utilidade Pública	48	48	48	48	48
Bens Industriais	47	47	51	52	52

Os dados representativos do fluxo de caixa livre para os sócios e distribuição de proventos das empresas contidas em cada nova amostra, foram então submetidos ao teste de diferença de médias. Os resultados obtidos estão reportados na tabela 5.

Tabela 5 - Resultado do Teste de Diferença de Médias dos setores

Zteste/ Setor	2014	2015	2016	2017	2018
Consumo Cíclico	1,40	-0,80	0,63	-1,08	-0,62
Utilidade Pública	1,26	0,10	2,51	0,17	-0,60
Bens Industriais	-0,55	-2,20	0,96	-1,54	-0,63

Observa-se que exceto no setor de Utilidade Pública em 2016 e no setor de Bens Industriais em 2015 todos os resultados levam à não rejeição da hipótese de igualdade de médias, ou seja, que o fluxo de caixa livre se iguala à distribuição de proventos.

5. CONCLUSÃO

Mediante os resultados obtidos e analisados, foi possível concluir que há uma tendência dentre as empresas brasileiras de capital aberto em seguir o conceito de fluxo de caixa livre na distribuição de proventos aos seus acionistas, pois os proventos foram, na média, distribuídos de acordo com a teoria do fluxo de caixa livre. Este fato foi devido aos resultados dos testes de diferença de médias não terem apontado médias estatisticamente diferentes na maior parte da amostra estudada.

As empresas que distribuem proventos aos seus acionistas conforme o conceito de fluxo de caixa livre para os sócios, atestam aos seus investidores de que estão preocupadas com a sua competitividade, não distribuindo proventos superiores aos suportados pela companhia e transmitindo ao mercado solidez em seus processos e compromisso com o caixa gerado pela empresa.

Salienta-se a limitação dos resultados aqui obtidos, em função da não aleatoriedade da amostra e do período considerado. Os resultados, portanto, não podem ser generalizados. Recomenda-se novos e mais abrangentes estudos sobre esse tema com amostras aleatórias em períodos maiores.

REFERENCIAS

[1] O. M. Ribeiro, Contabilidade básica fácil, 24 ed. Reform: São Paulo, Saraiva, 2003.

[2] Chiavenato, Idalberto. Introdução á Teoria Geral da Administração. Rio de Janeiro: Editora Campus. 6.ª Edição. 2000. Pág. 174.

[3] E. F. Brigham, and M. C. Ehrhardt, Administração financeira. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

[4] S. A. Ross, R. W. Westerfield, and B. D. Jordan, R. Lamb, Fundamentos de Administração Financeira. 9ª. Ed., Porto Alegre: AMGH, 2013.

[5] A. Blatt, Análise de Balanços: Estrutura e avaliação das demonstrações financeiras e contábeis. São Paulo: Makron Books, 2001.

[6] A. C. Coelho, L. N. G. de Carvalho, Análise conceitual de Lucro abrangente e lucro operacional corrente: comentários teóricos e evidências no setor elétrico brasileiro. Brasília, 2005. Anais. Rio de Janeiro, ANPAD, 2005. CD ROM.

[7] E. A. Helfert, Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir o desempenho dos negócios, 9.ed. Porto Alegre: Bookman, 2000.

[8] Rossetti, J. P., Introdução à economia, 20 ed. p. ,69, São Paulo: Atlas, 2003.

[9] Assaf, N. A. Finanças corporativas e valor. São Paulo: Atlas, 2010.

[10] Braga, R. Nossa, and V. Marques, J. A. V. C. Uma proposta para a análise integrada da liquidez e rentabilidade das empresas. Revista Contabilidade & Finanças, vol.15, São Paulo, Jun. 2004.

[11] Lima, E. C. P., Viana, J. C., Levino, and N. A., Mota, C. M. M. Simulação de Monte Carlo auxiliando a análise de viabilidade econômica de projetos. IV Congresso Nacional de Excelência em gestão, Niterói - RJ, 2008.

[12] Matarazzo, D. C. Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2003.

[13] E. F. Brigham, and J. F. Houston, Fundamentos da Moderna Administração Financeira. Rio de Janeiro: Ed. Campus, 1999.

[14] A. L. Bruni, A. Firmino, A. Gama, and R. Famá, O anúncio da distribuição de dividendos e seu efeito sobre os preços das ações: um estudo empírico no Brasil. In: III Congresso USP Controladoria e Contabilidade. Anais. São Paulo: USP, 2003.

[15] M. S. Futema, L. F. C. Basso, and E. K. Kayo, A Estrutura de Capital, os Dividendos e os Juros Sobre o Capital Próprio: evidências empíricas no caso brasileiro de 1995 a 2004. In: XXXI Encontro da ANPAD. Anais... Rio de Janeiro – RJ. Set. 2007.

[16] R. F. Malaquias, O. S. Giachero, E. C. Brener, S. Lemes, Juros Sobre o Capital Próprio: Uma Análise Envolvendo a Empresa Pagadora e o Acionista Recebedor, Unb Contábil, Brasília, vol. 10, n 43, 2007.

[17] T. Copeland, T. Koller, and J. Murrin, Valuation: Measuring and managing the value of companies. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1990.

[18] B. A. Olivas, A divisão dos resultados em sociedades anônimas, 2008, 59f. Monografia- Universidade Federal do Paraná, 2008.

[19] M. T. P. Antunes, E. Martins, Capital Intelectual: seu entendimento e seus impactos no desempenho de grandes empresas brasileiras, BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos, v. 4, n.1, jan/abr 2007.

[20] O. Malvessi, Criar valor é criar riqueza: criação de valor ao acionista. Escola Superior de Propaganda e Marketing. São Paulo: ESPM, v. 8, n. 7, ed. 4, 2001.

[21] I. M. I. Oro, M. Beuren, and N. Hei, Análise da Relação entre a Estrutura de Capital e o Lucro Operacional nas Diversas Gerações de Empresas Familiares Brasileiras, Revista Contabilidade Vista & Revista, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 20, n. 1, p. 67-94, jan./mar. 2009.

[22] A. Damodaran, Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Qualitymark, 2010.

[23] R. Martelanc, R. Pasin, and F. Pereira, Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

[24] R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, Princípios de finanças corporativas. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2018.

[25] A. M. P. de Araújo, and N. Assaf A. Introdução à Contabilidade. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

[26] C. L. Cooper, and C. Argyris, Dicionário enciclopédico de administração. São Paulo: Atlas, 2003.

[27] A. W. Stonier, and D. C. Hague, Teoria econômica. 7 ed. Rio de Janeiro, Zahar, 1975.

[28] E. Martins, EBITDA O que é isso? IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços. São Paulo: Boletim IOB 06/98, p. 1-7, 1998.

[29] Y. L. Vasconcelos, EBITDA como instrumento de avaliação de empresas. Revista Brasileira de Contabilidade, Brasília, n. 136, p. 38-47, jul/ago. 2002.

[30] J. E. A. Cerqueira, T. M. Soares, and M. V. David, Novas evidências sobre a relação entre a geração de valor ao acionista e o valor de mercado das ações: uma análise em painel comparando o EVA® e o

- MVA® no mercado brasileiro. Revista Pesquisa Operacional para o Desenvolvimento – PODEs. v. 1, n. 2, p. 178-196, 2009.
- [31] G. B. Stewart III, The quest for value: the EVA® management guide. New York: Harper Business, 1991.
- [32] A. Damodaran, Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Qualitymark, 2010.
- [33] G. Brown, “Free Cash Flow” Appraisal. A better way? The Appraisal Journal, April, 1996.
- [34] A. N. Muller, and A. R. Telo, Modelo de avaliação de empresa. Revista FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003.
- [35] S. A. Ross, R. W. Westerfield, B. D. Jordan, and R. Lamb, Fundamentos de Administração Financeira. 9ª. Ed., Porto Alegre: AMGH, 2013.
- [36] A. B Lopes, and F. C. Galdi, Análise Empírica de Modelos de Valuation no Ambiente Brasileiro: Fluxo de Caixa Descontado Versus Modelo de Ohlson. Encontro da associação nacional de programas de pós-graduação em administração, 30. 2006 Salvador. Anais. Salvador: ANPAD, 2006.
- [37] F. B. Campos, Avaliação de empresas - o modelo do fluxo de caixa descontado. 2009, 40f. Monografia - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2009.
- [38] P. Rogers, Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação, XI Congresso Brasileiro de Custos, Porto Seguro-BA, 2004.
- [39] C. A. G. Bonacin, Fluxo de caixa livre para o cidadão D: uma aplicação da teoria residual dos dividendos para a evidenciação da distribuição de renda gerada pelo estado.148 f. Dissertação (Doutorado em contabilidade e atuária) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.
- [40] M. F. Oliveira, and C. A. G. Bonacin, O trade-off entre distribuição de renda e capacidade de investimento no ente público governamental: o fluxo de caixa livre; XVII Congresso Brasileiro dos Custos, Belo Horizonte - MG, 2010.
- [41] E. S. Ferreira, V. Nossa, B. C. A. Ledo, A. M. C. Teixeira, and A. B. Lopes, Comparação entre os modelos residual income valuation (RIV), abnormal earnings growth (AEG) e fluxo de caixa livre (FCF): Um estudo empírico no mercado de capitais brasileiro. Vol. 5, No.2 Vitória-ES, Mai – Ago 2008 p. 152-172.
- [42] A. C. Gil, Métodos e Técnicas de pesquisa social. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- [43] N. Malhotra, Pesquisa de marketing. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.