

FLUXOS DE CAIXA LIVRES E ENDIVIDAMENTO EM OPERADORAS DE PLANOS DE SAÚDE¹

Cássia Oliveira Ferreira²
Priscila Oliveira Ferreira
Wagner Moura Lamounier
Ewerton Alex Avelar

RESUMO

Este estudo visou analisar o efeito dos fluxos de caixa livres (*free cash flows* – FCF) sobre o endividamento das operadoras de planos de saúde (OPS) brasileiras entre os anos de 2010 e 2018. Para isso, foram analisados dados públicos econômico-financeiros dessas operadoras, coletados junto à Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). A pesquisa pode ser classificada como descritiva e quantitativa e a análise dos dados foi realizada por meio da análise de regressão com dados em painel. Os resultados do estudo evidenciam que as variáveis risco de falência, fluxo de caixa, crescimento, lucratividade e rentabilidade são determinantes nas estruturas de capital das organizações. Por outro lado, a variável escudos fiscais não provenientes de dívidas não foi significativa nos modelos estimados. A hipótese de pesquisa de que quanto maior o endividamento das OPS menor é o nível de FCF foi confirmada. Os resultados denotam que o nível desses fluxos de caixa da organização afeta negativamente o seu endividamento, minimizando, assim, os conflitos de agência. A principal limitação desta pesquisa, considera-se a falta de dados que não permitiu uma conclusão com todos os modelos propostos. Ressalta-se ainda a amostra limitada e não probabilística, o que impossibilita a generalização dos resultados. Entretanto, apesar das limitações, os achados da pesquisa contribuem para a compreensão do caráter disciplinador das dívidas nas organizações pesquisadas e, salienta-se a relevância do estudo sobre a teoria dos fluxos de caixa livres, considerando a escassez de pesquisas sobre o tema no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Endividamento. Fluxos de caixa livre (FCF). Operadoras de planos de saúde (OPS).

FREE CASH FLOWS AND INDEBTEDNESS IN HEALTH PLAN OPERATORS

ABSTRACT

This study aimed to analyze the effect of free cash flows (FCF) on the indebtedness of Brazilian health plan operators, between the years 2010 and 2018. In this sense, it was analyzed the public economic-financial data of these operators which were collected from the National Supplementary Health Agency. The research can be classified as descriptive and quantitative and the data analysis was fulfilled through regression analysis with panel data. The results of the study show that the variables bankruptcy risk, cash flow, growth, profitability and profitability are determinant in the capital structures of organizations. On the other hand, the

¹ **Como citar este artigo:** FERREIRA, C. O. *et al.* Fluxos de caixa livres e endividamento em operadoras de planos de saúde. **ForScience**, Formiga, v. 9, n. 1, e00865, jan./jun. 2021. DOI: 10.29069/forscience.2021v9n1.e865.

² **Autor para correspondência:** Cássia Oliveira Ferreira, e-mail: cassia.oliveiraf@hotmail.com

variable tax shields not originated from debt was not significant in the estimated models. The research hypothesis that the higher the health plan operators' indebtedness, the lower the FCF level was confirmed. The results show that the level of these cash flows of the organization affects negatively its indebtedness, minimizing agency conflicts. The main limitation of this research is the lack of data that did not allow a conclusion with all the proposed models. The limited and non-probabilistic sample is also noteworthy, which makes it impossible to generalize the results. However, despite the limitations, the research findings contribute to the understanding of the disciplinary nature of debts in the organizations surveyed, and the relevance of the study on the theory of free cash flows is highlighted, considering the scarcity of research on the topic considering the Brazilian market.

Keywords: Indebtedness. Free cash flows (FCF). Health plan operators (OPS).

1 INTRODUÇÃO

O processo de decisão sobre a estrutura de capitais persiste como uma das questões fundamentais no contexto da literatura financeira (YANG, CHUEH; LEE, 2014; ALTUNTAS; BERRY-STÖLZLE; WENDE, 2015; OMET *et al.*, 2015). Nesse sentido, pode-se dizer que decisões que compreendem a combinação entre o volume de capital próprio (representado pelo capital dos acionistas ou proprietários) e a quantidade de capital de terceiros (composto pelo endividamento) constituem uma das decisões mais importantes para o gestor (ROSS *et al.*, 2015).

Conforme apresentado por Damodaran (2004), no mundo das finanças corporativas, a estrutura de capital das organizações pode determinar a sobrevivência das mesmas. Entretanto, a definição de uma estrutura ótima de capital não é algo ainda consolidado pelas teorias existentes. Considera-se que os trabalhos de Modigliani e Miller (1958; 1963) inauguraram uma nova fase na discussão sobre a estrutura de capital das organizações, que tem se estendido ao longo de várias décadas. A partir desses estudos seminais, as discussões sobre a estrutura de capitais vêm sendo realizadas e formalizadas distintas teorias que procuram fornecer contribuições sobre os fatores que determinam a decisão de financiamento, tais como Myers e Majluf (1984), Titman e Wessels (1988) Rajan e Zingales (1995), Frank e Goyal (2009) e Forte, Barros e Nakamura (2011).

Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976) introduziram o efeito dos custos de agência na determinação da estrutura de capitais, a partir da problemática dos conflitos de interesses entre os agentes sobre as decisões de composição do capital analisadas a partir do problema do subinvestimento, da substituição dos ativos, e da hipótese dos fluxos de caixa. Tal hipótese resulta da possibilidade de o endividamento poder funcionar como disciplinador do

comportamento dos gestores e levá-los a tomar decisões mais eficientes em detrimento da busca por objetivos individuais (JENSEN, 1986; HARRIS; RAVIV, 1990).

Posteriormente, Jensen (1986) relacionou a Teoria da Agência à Teoria dos Fluxos de Caixa Livres (*free cash flows* – FCF), de tal forma que a administração, agindo por interesses próprios, poderia abusar dos recursos sob sua autoridade. Assim, com excedentes de caixa disponíveis, os gestores tenderiam a investir os recursos em projetos ineficientes ou a desperdiçá-los, havendo, assim, o conceito de investimento excessivo (*overinvestment*), que, basicamente, refere-se ao investimento em projetos com valores presentes líquidos (VPLs) negativos. Em outras palavras, grandes quantias de FCF geraria uma maior tendência dos gestores a realizarem investimentos inadequados.

Entretanto, apesar da relevância das decisões de financiamento e o impacto que elas geram no endividamento das organizações, poucos estudos abordam essa questão no contexto das Operadoras de Planos de Saúde (OPS) brasileiras. O setor da saúde suplementar, no Brasil, tem apresentado grande crescimento nos dez últimos anos, passando de 42 milhões de beneficiários em dezembro de 2009 para 47 milhões em junho de 2019. Contudo, a quantidade de operadoras de planos de saúde em atividade no mesmo período caiu, aproximadamente, 50,0%, de 1498 para 1009 (ANS, 2019). Varella e Ceschin (2014) evidenciam diversos problemas de ordem financeira que são enfrentados pelas OPS e podem justificar parte dessa queda.

Diante do exposto e tendo em vista a relevância do assunto em questão, o estudo apresentado neste artigo visou responder à seguinte questão: *Qual o efeito dos FCF sobre o endividamento de OPS entre os anos de 2010 e 2018?* Dessa forma, a pesquisa objetivou analisar o efeito dos FCF sobre o endividamento das OPS entre os anos de 2010 e 2018. Ressalta-se que a escolha do período de 2010 a 2018 se deu por ser o primeiro ano da aplicação do *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no mercado nacional.

Pesquisas que analisem aspectos econômico-financeiros das operadoras brasileiras se justificam sob várias perspectivas. Do ponto de vista econômico, Magalhães *et al.* (2015) ressaltam a importância das informações econômico-financeiras para acompanhamento das operadoras por parte da ANS. No que tange à relevância social dos estudos no setor de saúde suplementar, segundo Bragança (2017), a assistência médica, mediante as OPS, é essencial a um número cada vez maior de brasileiros. Dados da ANS (2019) indicam que mais de 47 milhões de beneficiários de planos de saúde utilizam o sistema de saúde suplementar, ou seja, quase 23,0% da população nacional. Ademais, Varella e Ceschin (2014) destacam que, devido à significativa ascensão social da última década no país, houve um descompasso entre o

aumento da população assistida pelos planos de saúde e o crescimento da estrutura das OPS. Justifica-se ainda, ao se verificar que a pesquisa em finanças no Brasil tem se desenvolvido muito nos últimos anos, mas ainda está aquém daquela realizada em países mais avançados. Dentre as razões para isso, destacam-se a insuficiência e baixa disponibilidade de dados, e do reduzido número de pesquisadores em finanças no país (MENDES *et al.*, 2013). Desta forma, o estudo contribui ao subsidiar, com achados empíricos, o processo de tomada de decisão, além de fomentar esse tipo de discussão para a consecução de mais pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da Agência e Estrutura de Capital

A respeito da estrutura de capital adequada para uma organização, diferentes abordagens surgiram a partir das proposições de Modigliani e Miller (1958) que evidenciaram que o valor da empresa seria independente da decisão de financiamento. De acordo com os autores, o valor das organizações seria decorrente dos fluxos de caixa gerados pelos seus ativos reais, não sendo influenciado pela sua estrutura de capital. Esta conclusão é justificada devido ao fato de a relação linear dos custos dos capitais próprios com o endividamento e o custo da dívida ser constante, permitindo que o custo médio ponderado dos capitais também seja constante. Entretanto, posteriormente, considerou-se que o endividamento proporcionaria o benefício fiscal com a dedutibilidade dos juros, aumentando, assim, o valor das organizações via decisões de estrutura de capital (MODIGLIANI; MILLER, 1963; JUNIO; ZANI, 2001; SANTOS, 2016).

Por sua vez, Jensen e Meckling (1976) apresentaram que, na determinação da estrutura de capitais das organizações, existem conflitos relacionados aos diferentes interesses dos agentes envolvidos. Na relação entre os credores e os acionistas, por exemplo, o custo de agência é resultante da alteração do risco da organização com o aumento de investimentos em projetos mais arriscados, o que compromete o resultado do credor em situações de iminente risco de falência. Outro custo de agência é o problema do subinvestimento, que ocorre quando gestores das organizações não empreendem determinados projetos rentáveis por ser esperado que grande parte dos fluxos gerados sejam para os credores.

Ademais, existe a hipótese dos fluxos de caixa que resulta da possibilidade de o uso de dívida poder funcionar como disciplinador do comportamento dos gestores e levá-los a tomar

decisões mais eficientes e à não prossecução de objetivos individuais (JENSEN, 1986; HARRIS; RAVIV, 1990; BREALEY; MYERS; ALLEN, 2018).

A divisão da administração da propriedade cria um conflito de interesses entre gestores e acionistas, impulsionando o surgimento do problema do custo de agência (MOUSSAVI *et al.*, 2015). Em relação ao conflito entre acionistas e gestores, especificamente, os custos de agência associados, são os custos de oportunidade resultantes da discordância de interesses entre gestores e acionistas e os custos derivados da seleção por parte dos gestores de uma política de investimento com VPLs inferiores ao esperado pelos acionistas. De acordo com a Teoria da Agência, os administradores possuem o potencial de gastar o fluxo de caixa livre positivo, no entanto, quando negativo, para terem a capacidade de dilapidar esses valores, será necessário alavancar ainda mais a empresa, o que os tornariam ainda mais expostos ao mercado (RICHARDSON, 2006).

2.2 Teoria dos Fluxos de Caixa Livre

A Teoria da Agência fornece a base teórica para a Teoria dos FCF (JENSEN, 1986; JENSEN, 1989; JENSEN, 1993), visto que no cerne dessa teoria está o problema de agência entre gestores e investidores, tal como apresentado por Jensen e Meckling (1976). Em suma, essa teoria estabelece que os gerentes são capazes de manipular os FCF sob seu controle com finalidades pessoais. Nesse contexto, define-se FCF como “[...] recurso disponível para distribuição a todos os investidores da empresa depois que ela fez todos os investimentos necessários para sustentar as operações em curso” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2016, p. 57).

Copeland, Coller e Murrin (2006) afirmam que duas abordagens podem ser utilizadas para se analisar os FCF: (i) fluxo de caixa para os acionistas; (ii) fluxo de caixa para os investidores. Esse último, que contempla, além dos acionistas, os detentores de dívida. O fluxo de caixa para os investidores abrange o capital total da empresa, que é o somatório de recursos próprios e de terceiros, sendo referência o lucro operacional após tributos. Já o fluxo de caixa para o acionista é aquele relativo somente ao capital próprio, tendo como referência, o lucro líquido (COPELAND; COLLER; MURRIN, 2006).

Brown (1996) afirma que o FCF não deve ser confundido com o fluxo de caixa tradicional, visto que aquele é o fluxo de caixa gerado das operações correntes e que está para ser distribuído ou reinvestido na empresa, a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) acompanha as implicações em dinheiro das transações. No entanto, para Lerner (2019) é de grande valia para o acionista saber o montante de recurso disponível no futuro, para isso existe

o modelo de fluxo de caixa livre. Uma dificuldade na utilização destes modelos é o fato de eles não estarem nítidos nas demonstrações contábeis, sendo necessário utilizar de uma metodologia para calculá-los. O modelo exposto por Dechow, Richardson e Sloan (2008), por sua vez, apresenta o cálculo do FCF utilizando os valores de NOPAT e depreciação, e deduzindo o capex e investimento em capital de giro, conforme evidenciado por meio da Equação 1:

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} + \text{Depreciação} - (\text{Capex} + \text{Investimento em Capital de Giro}) \quad (1)$$

Onde: NOPAT (Net Operating Profits Less Adjusted Tax–Lucro Operacional menos Impostos Ajustados) + Depreciação-Capex (Capital Expenditure -Despesas de Capital) -Investimento em Capital de Giro.

Para Jensen (1986), em uma organização a qual os FCFs são excessivos, os gestores tendem a investir esse caixa excedente em novos projetos. Essa teoria postula que os CEOs de empresas com fluxos de caixa livres em excesso, a seu critério, empreenderão projetos de investimento abaixo do ideal, investindo em investimentos de valor presente líquido negativo (VPL) financiados com fluxos de caixa livres em benefício próprio (MASULIS; WANG; XIE, 2007). Entretanto, existem mecanismos utilizados para se reduzir a quantidade de recursos livres nas mãos dos gestores e aumentar o valor das organizações. Christie e Zimmerman (1991) afirmam que a distribuição de dividendos cria um mecanismo de monitoramento e eleva o valor da empresa. Outra forma de diminuir os fluxos de caixa livres é a partir da alavancagem financeira, uma vez que o endividamento força a empresa a desembolsar fundos e tende a disciplinar os administradores a ficarem atentos aos investimentos escolhidos e também serve como uma forma de impor melhorias na eficiência operacional (BREALEY; MYERS; ALLEN, 2018).

Contudo, utilizar ou não capital de terceiros é uma decisão da alta administração que requer conhecimento acerca da estrutura de capital da empresa, visto que um nível alto de endividamento pode prejudicar a solvência das organizações e, um baixo nível de endividamento pode representar a perda de boas oportunidades de investimento e a redução da riqueza dos proprietários (BIAGNI, 2003). A subseção seguinte detalha as variáveis determinantes da estrutura de capital das organizações OPS, assim como sua relação com os estudos encontrados na literatura.

2.3 Variáveis determinantes da Estrutura de Capital

A estrutura de capital pode ser compreendida como uma proporção de capital próprio e de terceiros que uma empresa emprega para subsidiar suas operações (OLIVEIRA *et al.*, 2012). No que tange os aspectos que permeiam a estrutura de capital, algumas variáveis são tradicionalmente tratadas como determinantes do endividamento das organizações, tais como: FCF (STULZ, 1990); porte da empresa (PEROBELLI; FAMÁ, 2003); risco de falência (TITMAN; WESSELS, 1988); crescimento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007); lucratividade/rentabilidade (BASTOS; NAKAMURA; BASSO, 2009); escudo fiscal não proveniente de dívida (PEROBELLI; FAMÁ, 2003).

Sobre o FCF, tal como destacado por Jensen (1986), ele seria uma motivação para os gestores agirem de forma conflitante com os interesses dos proprietários, à medida que utilizariam deste fator para investimentos menos rentáveis e a seu favor. Nesse sentido, a redução desses fluxos de caixa e aumento da necessidade de capital de terceiros diminuiriam essa arbitrariedade e teriam impacto direto nos financiamentos das organizações (STULZ, 1990).

Quando se trata do porte da organização, a literatura mostra sinais positivos em relação ao endividamento. Pesquisas como as de Perobelli e Famá (2003) evidenciam que o porte da empresa é proporcional à dívida. Quanto maior a empresa maior o seu nível de endividamento, principalmente a longo prazo. Por sua vez, o risco de falência está ligado negativamente ao endividamento. Neste sentido, pesquisas mostram que, quanto maior o risco de falência da empresa, menor é o incentivo para financiamento por meio de dívidas (KIRCH, 2005; AVELAR *et al.*, 2017).

Kayo *et al.* (2004) e Brito, Corrar e Batistella (2007) desenvolveram estudos cujos resultados revelaram que organizações com alto crescimento tinham níveis de endividamento maiores e de longo prazo, contrariando as teorias abordadas. Nesse sentido, Handoo e Sharma (2014) afirmam que empresas com maiores opções de crescimento têm uma relativa maior capacidade de expandir projetos, novas linhas de produtos e aquisição de novas empresas, aumentando assim seu nível de endividamento. Salienta-se que, enquanto sob a perspectiva da TOT espera-se que um maior crescimento da organização gere um menor nível de endividamento, o inverso é verificado sob a perspectiva da POT (BRITO; LIMA, 2005).

A lucratividade/rentabilidade revela o quanto a empresa possui de recursos para serem retidos internamente. Pesquisas empíricas denotam sinais antagônicos em relação ao endividamento, segundo *apecking order theory* (POT), empresas com maiores indicadores de

lucratividade/rentabilidade tendem a empregar menos recursos de terceiros; porém, o inverso é esperado pela *trade-off theory* (TOT) (POHLMANN; IUDÍCIBUS, 2010).

Por fim, no que tange à variável escudo fiscal não proveniente de dívidas, Titman e Wessels (1988) ressaltam que as organizações com deduções fiscais de depreciação e amortização podem trocar as deduções por financiamento de dívidas por deduções fiscais. Assim teriam um menor incentivo ao endividamento.

2.4 Estudos Anteriores

Alguns pesquisadores se concentraram no estudo da relação entre o nível de alavancagem financeira e o custo de agência dos FCF. A partir do Quadro 1, são evidenciados os principais resultados encontrados na literatura.

Autores	Principais resultados
Wu (2004)	Investigou as implicações da Teoria dos FCF na estrutura de capital das organizações japonesas listadas. Os resultados do estudo mostram que existe uma relação negativa entre os FCF e a dívida, e os resultados são mais significantes para organizações de baixo crescimento do que para organizações de alto crescimento. Os resultados do estudo mostram que a estrutura de capital tem um papel disciplinar na redução do problema de agência relacionado aos FCF.
Byrd (2010)	O estudo enfatiza a importância da estrutura de capital e das políticas de dividendos para controlar o problema de agência causado pelo fluxo de caixa livre. Os resultados mostram que existe uma relação inversa entre alavancagem e custo da agência.
Fatma e Chichti (2011)	Verificaram como a política de financiamento pode ser utilizada como um mecanismo de resolução de conflitos de agência entre acionistas e gerentes devido ao problema de superinvestimento. Com base em uma amostra de 35 organizações listadas na Tunísia, os resultados sugerem que a política de financiamento representa o principal mecanismo de governança que pode limitar problema de FCF.
Khan, Kaleem e Nazir (2012)	Com objetivo de examinar como o setor manufatureiro do Paquistão atenua o custo de agência dos FCF usando alavancagem, este estudo utiliza 54 organizações de manufatura no período de 2006 a 2010 do setor não financeiro do Paquistão. Os resultados revelaram que a alavancagem desempenha um papel importante na redução do custo de agência dos FCF.
Kadioglu e Yilmaz (2017)	O estudo testou a validade da hipótese de FCF de que os gerentes usam os excessos de fluxo de caixa para investir em projetos com valor presente líquido negativo, mesmo quando esses investimentos não são do interesse do acionista, no contexto de organizações negociadas na Bolsa de valores de Istambul. O estudo aplica uma regressão em painel a um conjunto de dados composto por 227 organizações durante o período de 2008 a 2014. Os resultados relação inversa significativa entre alavancagem e fluxo de caixa livre.

Quadro 1 – Evidências da literatura sobre o tema
Fonte: Autores (2020).

Os resultados encontrados por estes estudos são consistentes com a Teoria dos FCF postulada por Jensen (1986), revelando, assim, que a alavancagem desempenha um papel

importante na redução do custo de agência, reduzindo os fluxos de caixa sob o controle do gerente. Dessa forma, esses mecanismos ajudam a impedir que as organizações invistam muito em projetos de baixo retorno. De acordo com Priest e McClelland (2007), o maior nível de alavancagem na estrutura de capital de uma organização aumenta o seu risco de falência. Esse risco de falência obriga o gestor a tomar decisões mais eficientes, dado que existe o risco de perder empregos em caso de falência. Portanto, esses agentes priorizam o uso desses recursos da organização em projetos com melhores VPLs em vez de desperdiçá-los nas atividades de seu próprio interesse. Dessa forma, a dívida fornece proteção contra o custo de agência, reduzindo o FCF e restringindo as ações egoístas da administração (LANG; OFEK; STULZ, 1996).

Tendo como base os estudos anteriores e a Teoria dos FCF, tem-se o desenvolvimento da hipótese testada no estudo apresentado neste artigo: espera-se que quanto maior o endividamento das OPS menor seja o nível de FCF disponível. Ressalta-se que o estudo específico das OPS se deu em decorrência da relevância destas organizações para o sistema de saúde brasileiro.

Espera-se apresentar resultados que subsidiem os órgãos competentes para tomada de decisões mais assertivas quanto à estrutura de capital nestas organizações tendo em vista que, além dos problemas já enfrentados pelas organizações de saúde no Brasil, Varella e Ceschin (2014) destacam que tal situação tende a piorar, caso essas organizações e os órgãos reguladores não melhorem seu sistema de gestão.

3 MATERIAL E MÉTODOS

3.1 Caracterização da pesquisa

A pesquisa apresentada neste trabalho pode ser classificada como quantitativa, pois atende às seguintes características: os dados e as evidências coletadas podem ser quantificados, mensurados, sendo organizados e tabulados para serem submetidos a técnicas ou testes estatísticos. No estudo apresentado, os documentos utilizados foram as demonstrações contábeis das organizações analisadas, extraídas da ANS. A análise e interpretação dos dados se orientam por meio do entendimento e conceituação de técnicas e métodos estatísticos (MARTINS; THEÓPHILO, 2016).

Em relação aos objetivos, caracteriza-se como explicativa (causal). Para Gil (1999), a pesquisa explicativa visa identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência

dos fenômenos. Este estudo pretende explicar o endividamento das OPS a partir dos FCF no período 2010 a 2018. A escolha do período inicial se deu por ser o primeiro ano da aplicação do IFRS no mercado nacional. Quanto à estratégia, o delineamento classifica-se como pesquisa documental.

Optou-se por trabalhar com apenas um único setor econômico, buscando uma homogeneidade na amostra. As organizações de plano de saúde suplementar OPS são uma alternativa para a população ter acesso à saúde, além da qualidade do serviço e sua importância no setor de saúde (ZIROLDO; GIMENES; CASTELO JÚNIOR, 2013).

3.2 População e amostra do estudo

A população do estudo compreendeu todas as OPS Brasileiras no período de 2010 a 2018. Contudo, a amostra se limitou ao estudo das operadoras, cujas informações financeiras estavam disponíveis no site da ANS no período da pesquisa. Salienta-se que, no estudo, não foram consideradas as operadoras da modalidade Administradora, por não assumirem os riscos das operações como as demais OPS, nem as seguradoras especializadas em saúde, por se apresentarem em um número bastante reduzido no país. Assim, foram consideradas as operadoras classificadas nas seguintes modalidades segundo a ANS (2000): autogestão, cooperativa médica, cooperativa odontológica, filantropia, medicina de grupo e odontologia de grupo. O Quadro 2 apresenta, de forma sintetizada, as principais características das OPS que compuseram a amostra.

Modalidade	Principais Características
Autogestão	Empresa que opera planos de assistência à saúde destinados, exclusivamente, a empregados ativos, aposentados, pensionistas ou ex-empregados, de uma ou mais organizações ou, ainda, a participantes e dependentes de associações de pessoas físicas ou jurídicas, fundações, sindicatos, entidades de classes profissionais ou assemelhados e seus dependentes.
Cooperativa odontológica	Sociedade sem fim lucrativo, conforme o disposto na Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que opera, exclusivamente, planos odontológicos.
Medicina de grupo	Operam com um tipo de contrato popularmente conhecido como convênio médico. Refere-se à prestação de serviços médicos e hospitalares mediante a realização de contratos com os clientes (beneficiários) dos quais são cobrados valores fixos submetidos a reajustes periódico
Filantropia	Entidade sem fins lucrativos que opera planos privados de assistência à saúde, sendo certificada como entidade filantrópica junto ao Conselho Nacional de Assistência Social (CNAS), e declarada de utilidade pública pelo Ministério da Justiça e pelos órgãos dos governos estaduais e municipais
Cooperativa médica	Sociedade sem fim lucrativo, conforme o disposto na Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971. Constituem a modalidade em que os médicos são simultaneamente sócios e prestadores de serviços e recebem pagamento de forma proporcional à produção de cada um (isto é, por tipo e quantidade de atendimento)

Quadro 2 - Resumo das modalidades de OPS que compuseram a amostra

Após a coleta, os dados foram organizados no software *Microsoft Office Excel* de acordo com o código da operadora, modalidade, ano, e informações necessárias para cálculo das variáveis analisadas. Em seguida, as variáveis foram calculadas de acordo com as métricas expostas por meio da literatura. Para a análise dos dados, foram empregadas as técnicas de estatística descritiva e análise de regressão com dados em painel.

3.3 Variáveis Analisadas e Modelo de Regressão

Para responder aos objetivos do presente estudo, a variável dependente utilizada é o endividamento, conforme apresentado no Quadro 3. Avelar e Souza (2018) destacam que, devido às particularidades do cenário econômico brasileiro, são utilizadas três medidas diferentes de endividamento visto que esse cenário contribui para que alguns dos determinantes desse fenômeno apresentem diferenças que variam de acordo com a forma como é calculado em termos de curto ou longo prazo. Dessa forma, a variável dependente será o endividamento tendo em vista os três aspectos: Endividamento Total, Endividamento de curto prazo (CP), Endividamento de longo prazo (LP).

Sigla	Variável	Métrica	Autores
End_total	Endividamento Total	$\frac{(PassivoCirculante + PassivoN\tilde{a}oCirculante)}{Ativo}$	Souza <i>et al.</i> (2019); Avelar <i>et al.</i> (2017)
End_cp	Endividamento CP	$\frac{PassivoCirculante}{Ativo}$	Souza <i>et al.</i> (2019); Avelar <i>et al.</i> (2017)
End_lp	Endividamento LP	$\frac{PassivoN\tilde{a}oCirculante}{Ativo}$	Souza <i>et al.</i> (2019); Avelar <i>et al.</i> (2017)

Quadro 3 – Variável Dependente
Fonte: Elaborado pelos autores

O quadro 4 evidencia as variáveis independentes utilizadas, que englobam os porte da organização (PE), risco de falência (RIF), crescimento (CRE), lucratividade/rentabilidade (LUC) e estudo fiscal não proveniente de dívida (ECF).

Sigla	Variável	Métrica	Sinal Esperado	Autores.+
FCF	Fluxo de Caixa Livre	$NOPAT + Depreciação + (AC - PC) - CAPEX$	+/-	Jensen (1986); Stulz (1990)
PE	Porte da Organização	$lnativototal$	+	Perobelli; Famá (2003); Burkoswki <i>et al.</i> (2009)
RIF	Risco de Falência	$\frac{AC - (Estoques + Desp. antec.)}{PassivoCirculante}$	-	Kirch (2005)
ECF	Escudo fiscal não proveniente de dívida		+	Kayo <i>et al.</i> (2004); Perobelli; Famá (2003)
CRE	Crescimento	$\frac{(AtivoTotalt - AtivoTotalt - 1)}{AtivoTotalt - 1}$	+/-	Kayo <i>et al.</i> (2004); Brito, Corrar e Batistella (2007)
LUC	Lucratividade Rentabilidade	$\frac{EBITDA}{Ativototal}$	+/-	Bastos <i>et al.</i> (2009); Souza <i>et al.</i> (2019)

Quadro 4 – Variáveis Independentes

Fonte: Elaborado pelos autores

Notas: NOPAT = Lucro operacional líquido após os impostos; AC=Ativo Circulante; PC = Passivo Circulante;CAPEX = Despesas de capital ou investimento em bens de capital; EBITDA = Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização

Para a análise dos dados, foi utilizada a análise de regressão com dados em painel, que, de acordo com Gujarati e Porter (2011), trata-se de um tipo especial de dados combinados, com elementos de séries temporais, sendo analisados em diferentes momentos do tempo e de corte transversal, que envolve um conjunto de dados de uma ou mais variáveis no mesmo ponto do tempo. No total foram estimadas três regressões, conforme Equações 2, 3 e 4. Na Equação 2, a variável dependente “end_tot” representa o endividamento total. As variáveis independentes que podem influenciar a estrutura de capital, por sua vez, estão representadas por aquelas citadas no Quadro 4.

As Equações 2 e 3 diferem da Equação 1, em relação à variável dependente. Na segunda equação, o endividamento está expresso em termo de curto prazo, representado pela sigla “end_cp”, já a Equação 3 apresenta como variável dependente o endividamento a longo prazo, representado pela sigla “end_lp”.

$$end_{total} = \beta_0 + \beta_1FLCit + \beta_2PEit + \beta_3RIFit + \beta_4ECFit + \beta_5LCRE + \beta_6LUCit + \epsilon_i \quad (2)$$

$$end_{cp} = \beta_0 + \beta_1FLCit + \beta_2PEit + \beta_3RIFit + \beta_4ECFit + \beta_5LCRE + \beta_6LUCit + \varepsilon_i \quad (3)$$

$$end_{lp} = \beta_0 + \beta_1FLCit + \beta_2PEit + \beta_3RIFit + \beta_4ECFit + \beta_5LCRE + \beta_6LUCit + \varepsilon_i \quad (4)$$

A escolha do melhor modelo com dados em painel foi realizada a partir dos testes que comparam os modelos *Pooled*, efeitos fixos e efeitos aleatórios: (i) teste F de Chow – comparação entre *Pooled* e Efeitos Fixos; (ii) teste de Breush-Pagan – comparação entre *Pooled* e Efeitos Aleatórios; e (iii) teste de Hausmann – comparação entre Efeitos Aleatórios e Efeitos Fixos (FÁVERO, 2013). Para verificar a existência de heteroscedasticidade e autocorrelação do modelo proposto, alguns testes foram realizados para validação, conforme Quadro 5. Foi utilizado o modelo de Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (GLS) que de acordo com Baum (2006), é adequada para estimar os parâmetros do modelo na presença de heteroscedasticidade e autocorrelação.

Tipo de Teste	Objetivo
Heteroscedasticidade	Teste de Wald Modificado
Autocorrelação serial	Teste de Wooldridge

Quadro 5 - Testes de verificar a existência de heteroscedasticidade e autocorrelação
Fonte: Elaborada pelos autores

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Esta seção apresenta e analisa os resultados obtidos na pesquisa empírica. A Tabela 1 apresenta o número de OPS analisadas por modalidade no período de análise, 2010 a 2018. Pode-se observar que a modalidade com maior número de operadores são, respectivamente, as Cooperativas Médicas (29%) e as modalidade Medicina de Grupo (25%).

Tabela 1 - Quantidade de OPS analisadas por modalidade no período de análise

Modalidade	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total Geral
Autogestão	138	126	123	127	130	130	131	127	125	1157
Cooperativa Médica	329	322	316	309	307	305	302	293	287	2770
Cooperativa odontológica	114	113	107	105	109	108	106	104	103	969
Filantropia	86	78	74	68	60	58	53	45	39	561
Medicina de Grupo	337	312	282	277	262	259	248	234	225	2436
Odontologia de Grupo	217	189	178	176	194	202	194	177	161	1688
Total Geral	1221	1140	1080	1062	1062	1062	1034	980	940	9581

Fonte: Autores (2020).

Conforme evidenciado pela ANS (2019), verifica-se uma queda significativa no número de OPS em 2018 quando comparado ao ano de 2010, o que pode ser reflexo da gestão financeira destas organizações e da regulação da ANS sobre as mesmas, como já mencionado por Varella e Ceschin (2014) e Avelar e Souza (2018).

4.1 Estatísticas descritivas

Nas Tabelas 2 e 3, são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes dos modelos econométricos propostos para responder ao problema de pesquisa do estudo. A partir da Tabela 1 (sobre a variável dependente) é possível verificar que as obrigações vencíveis no curto prazo foram, em média, menores que as obrigações de longo prazo, o que permite concluir, tendo em vista apenas este resultado, de que essas organizações são menos propensas ao risco.

Tabela 2 - Estatística descritiva variável dependente

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
End_total	0,715	2,278	86,941	0
End_cp	126,384	9742,018	904574	0
End_lp	0,231	1,279	77,333	0

Fonte: Autores (2020).

Este resultado se difere dos resultados encontrados por Leal (2008) de que organizações brasileiras apresentam forte dependência por fontes de recursos de curto prazo, cujas principais características são elevadas taxas de juros e comprometimento da liquidez, ao passo que, de forma geral, as fontes de financiamento de longo prazo são escassas e de difícil acesso. Todavia, as distâncias entre os valores de mínimo e máximo demonstraram que as organizações analisadas variaram bastante em termos de recursos líquidos para quitar suas obrigações de curto prazo.

Quanto às variáveis independentes, a Tabela 3 evidencia as estatísticas descritivas dos regressores dos modelos propostos. De forma geral, verifica-se que as variáveis apresentam acentuada variabilidade o que pode terminar por influenciar a estimação dos parâmetros dos modelos propostos.

Tabela 3 - Estatística descritiva das variáveis independentes

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Máximo	Mínimo
FCF	1767,749	22944,607	955497,343	-165827,712
PE	15,766	2,355	23,530	-4,600
RIF	2,352	166,763	0,000	0,000
ECF	1,770	2,298	9,550	-1,660
CRE	0,569	34,515	0,000	-46,877
LUC	0,305	23,803	0,000	-0,351

Fonte: Autores (2020).

Notas: FCF = Fluxo de Caixa Livre; PE= Porte da Organização; RIF = Risco de Falência; ECF = Escudo fiscal não proveniente de dívida; CRE = Crescimento; LUC = Lucro

Verifica-se, por meio da Tabela 3, que, em média, a rentabilidade, medida em termos do EBITDA, equivale a cerca de 30% do total de ativos. Observa-se ainda que, em média, o crescimento das organizações no período analisado se deu em 50% em relação ao ano anterior tendo em vista a métrica de crescimento a partir do tamanho do ativo. A variável risco de falência evidencia que as organizações em média não apresentam alto risco de falência, partindo do pressuposto que possuem mais ativos que passivos.

4.2 Modelos econométricos

A Tabela 4 evidencia os modelos estimados com o intuito de responder ao objetivo da pesquisa. Nela, são apresentados os modelos de dados em painel para os dados que integram a pesquisa. O ajuste dos modelos propostos foi realizado por meio dos testes de Chow (1960). Nos dois modelos propostos, foi verificado que os testes de Chow e Breuch-Pagan apresentaram, tanto para o endividamento de longo prazo quanto para o endividamento total, a rejeição da hipótese nula que pressupõe a adequabilidade da abordagem *Pooled*. No modelo em que a variável resposta foi o endividamento total, verificou-se pelo teste de *Hausman* a viabilidade do Efeito Fixo e para o endividamento de longo prazo, o Efeito Aleatório. É importante ressaltar que o modelo que considera a variável endividamento de curto prazo como dependente não apresentou ajuste o que determinou que o mesmo fosse retirado da modelagem da presente pesquisa.

Tabela 4 - Modelos estimados e variáveis

Variáveis	Efeito Fixo	GLS	Efeito Aleatório	GLS
		EndTotal		EndLp
LnAtivo	-0,159***	-0,032	0,017**	0,003***
Rif	-0,0001	-0,064***	-0,0003	-0,0012***
Ecf	-2,444*	-4,36	0,052*	0,000
FCF	-1,24e-11	4,41e-10***	-3,75e-11*	2,33e-10***
Cre	-3,66e-06	-0,0006**	-2,37e-05	2,54e-05***
Luc	0,035**	0,021	-0,015	-1,54e-02***
Const	3,424***	1,30***	-0,103	-0,043***
<i>Chow</i>	68,81***	–	9,70 ***	–
<i>Breusch Pagan</i>	18,37***	–	39,73***	–
<i>Husman</i>	26,13***	–	5,99	–
<i>BP Mod.</i>	0,47	–	–	–
<i>Wooldridge</i>	42,49***	–	42491***	–
<i>Likelihood</i>	–	–	–	-1303,95
<i>Wald</i>	–	23,05***	–	1,65e+12***

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: Teste de Chow – verificação de adequabilidade do *Pooled* versus Efeitos Fixos; Teste de Breusch-Pagan – verifica a adequabilidade do *Pooled* versus Efeitos Aleatórios; Hausman – adequabilidade entre Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios; Wooldridge – verifica a presença de autocorrelação no modelo de painel; Teste de Likelihood: verifica a existência de heterocedasticidade no modelo GLS (Mínimos Quadrados Generalizados). As significâncias estatísticas dos testes são representadas por meio da seguinte simbologia: 10%; **5%; ***1%.

Como, em ambos os modelos, verificaram-se problemas relacionados à presença de heterocedasticidade e/ou autocorrelação, evidenciados pelos testes de *Wald Modificado* e *Woodridge* respectivamente, fez-se necessária a estimação do modelo final por meio da abordagem de Mínimos Quadrados Generalizados (GLS). Em relação a essa modelagem verifica-se a significância global do modelo, por meio do teste de *Wald*, para ambos os endividamentos total e de longo prazo.

A análise da Tabela 4 permite verificar que o porte da organização PE apresentou influência positiva e significativa sobre o endividamento de longo prazo. Tal resultado corrobora com os estudos de Perobelli e Famá (2003) e Burkowski, Perobelli e Zanini (2009), que evidenciaram que quanto maior a empresa maior o seu nível de endividamento, principalmente a longo prazo.

No que tange à variável RIF, percebe-se que essa variável afeta de forma negativa e significativa o endividamento de longo prazo e, também, o endividamento total. Os achados estão de acordo com os estudos de Kirch (2005) e Avelar *et al.* (2017), que evidenciaram que o risco de falência está ligado negativamente ao endividamento, ou seja, quanto maior tal risco, menor o endividamento.

A variável escudo fiscal (ECF) não proveniente de dívidas, por sua vez, não foi significativa em nenhum dos dois modelos. Teoricamente a relação esperada seria positiva (PEROBELLI; FAMÁ, 2003), entretanto, neste estudo, essa variável não apresentou significância estatística assim como nos estudos realizados por Avelar *et al.* (2017). Tal fato

pode-se justificar por essas organizações apresentarem um baixo nível de imobilização e isso faça com que essa variável não seja significativa como um todo.

Em relação à variável LUC, observa-se que ela apresentou efeito negativo e significativo sobre a variável dependente endividamento de longo prazo. Esses resultados corroboram com a perspectiva da POT (POHLMANN; IUDÍCIBUS, 2010) de que empresas com maiores indicadores de lucratividade/rentabilidade tendem a empregar menos recursos de terceiros. Quanto à variável CRE, os resultados evidenciam um coeficiente negativo e significativo em relação ao endividamento total. Tal resultado, sob a perspectiva da TOT, era esperado, visto que nesta perspectiva espera-se que um maior crescimento da organização gere um menor nível de endividamento (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Entretanto, ao se considerar o endividamento de longo prazo, verifica-se significância estatística positiva e significativa. O que pode ser justificado sob a perspectiva da POT, conforme Brito e Lima (2005).

Por fim, quanto à variável FCF, os resultados evidenciam relação negativa e significativa em relação ao endividamento total e longo prazo, corroborando com os resultados encontrados por Lang, Ofek e Stulz (1996), Wu (2004), Kadioglu e Yilmaz (2017). Tal resultado confirma a hipótese do presente estudo de que quanto maior o endividamento das OPS menor é o nível de FCF disponível.

Verifica-se, portanto, a redução dos conflitos de agência, além de a ameaça causada pela falta de pagamento da dívida servir como uma força motivadora efetiva para tornar a organização mais eficiente. Conforme Famá e French (2005), o “poder disciplinador da dívida” reduz os fluxos de caixa livres disponíveis aos administradores, levando-os a investir em projetos com valor presente líquido positivo. Assim, o endividamento cria a obrigação de pagamento, reduzindo o custo de agência ao se reduzir o caixa disponível sob responsabilidade dos gestores, o que significa que o efeito disciplinador da dívida é um determinante da estrutura de capital (JENSEN, 1986).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A teoria da agência fornece arcabouço para a teoria dos FCF, que, em seu cerne, trata do conflito de interesses entre os gestores e acionistas no que se refere ao uso arbitrário dos recursos da firma para seu próprio benefício. Nesse sentido, uma forma de diminuir o uso do FCF é o endividamento. Contudo, a utilização de capital de terceiros exige dos administradores da empresa conhecimento profundo da estrutura de capital da organização, pois a combinação entre dívidas e patrimônio líquido deveria aumentar o valor da empresa.

A compreensão dessa estrutura de capital e seus determinantes, que influenciam na composição dessa estrutura, são importantes para subsidiar as decisões futuras de alocação e administração de recurso pelos gestores, contribuindo para sua política de endividamento. Muitos estudos abarcam o tema sobre a estrutura de capital e seus determinantes. Tanto na literatura nacional quanto internacional, são muitas as variáveis determinantes pesquisadas. Assim, na pesquisa apresentada neste trabalho, desenvolveu-se um estudo que verifica o efeito dos FCF sobre o endividamento de diferentes modalidades de OPS entre os anos de 2010 e 2018.

Os resultados dos testes apontaram uma preferência das OPS por capitais de terceiros a longo prazo, principalmente as organizações de maiores portes, ratificando a literatura, quanto maior a empresa, maior sua propensão a dívida de longo prazo. Também como resultados encontrados, as variáveis como risco de falência e a variável crescimento se mostraram significantes e, de influência negativa no endividamento total, ou seja, organizações com menor risco, menores recursos livres e com alto potencial de crescimento tendem a contrair dívidas, seja por incentivos das taxas de empréstimos, ou da necessidade de capital de terceiros para seus investimentos internos e/ou externos.

A variável porte e crescimento se apresentaram positivas e significantes no endividamento a longo prazo, o que denota, à luz da literatura, que organizações de maior porte tendem a contrair dívidas a longo prazo devido ao incentivo das tarifas e, por consequência, terão mais propensão ao crescimento. Já as variáveis independentes, risco de falência e lucratividade também foram significantes, no entanto, de forma negativa, no que se refere ao endividamento a longo prazo, evidenciando que ao passo que há disponibilidade de caixa, a contratação de capital de terceiros é reduzida. Por sua vez, a variável escudo fiscal não foi significativa em nenhum dos dois modelos propostos.

Foi possível verificar, a partir do estudo desenvolvido, que o FCF das OPS brasileiras no período 2010 a 2018 teve influência no nível de endividamento das mesmas de forma que que os gestores foram desencorajados a diminuir o ritmo e a aumentar seus benefícios com a utilização dos fluxos de caixa livres, visto que o recurso foi destinado ao pagamento das dívidas contraídas; minimizando assim os custos de agência. Conforme evidenciado por Famá e French (2005), o endividamento força a empresa a desembolsar fundose tende a disciplinar os administradores a ficarem atentos a não investir demais além de como uma forma impor melhorias na eficiência operacional.

A principal limitação desta pesquisa, considera-se a falta de dados que não permitiu uma conclusão com todos os modelos propostos. Ressalta-se ainda a amostra limitada e não

probabilística, o que impossibilita a generalização dos resultados. Entretanto, apesar das limitações, os achados da pesquisa contribuem para a compreensão do caráter disciplinador das dívidas nas organizações pesquisadas e, salienta-se a relevância do estudo sobre a teoria dos fluxos de caixa livres, considerando a escassez de pesquisas sobre o tema considerando o mercado brasileiro. Ressalta-se ainda, que este estudo contribui para o acompanhamento das operadoras por parte da ANS, tendo em vista sua relevância social.

Sugere-se, para pesquisas futuras, a análise da relação entre os FCF e a eficiência operacional das OPS ou demais organizações. Ademais, indica-se a replicação deste estudo com outras variáveis que possam influenciar a política de financiamento, bem como análise de fatores comportamentais que agem na discricionariedade das atitudes dos administradores em relação ao FCF.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR – ANS. 2000. **Resolução de Diretoria Colegiada – RDC no 39, de 27 de outubro de 2000**. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=Mzgw> . Acesso em: 18 mar. de 2020.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR – ANS. 2019. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MjMxMg==>. Acesso em: 17 fev. 2020.

AVELAR, E. A.; SOUZA, A. A. de. **Gestão do capital de giro em operadoras de planos de saúde: uma análise sob a perspectiva do modelo dinâmico**. *Gestão do capital de giro em operadoras de planos de saúde: uma análise sob a perspectiva do modelo dinâmico*. p. 1-15, 2018. Disponível em: <https://doi.org/10.29069/forScience.2018v6n1.e300>. Acesso em: 18 mar. de 2020.

AVELAR, E. A. *et al.* Determinantes da estrutura de capital: um estudo sobre organizações mineiras de Capital Fechado. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, João Pessoa, v. 5, n. 2, p. 23-39, 2017.

ALTUNTAS, M.; BERRY-STÖLZLE, T. R.; WENDE, S. Does one size fit all? determinants of insurer capital structure around the globe. **Journal of Banking & Finance**, v. 61, p. 251-271, 2015. Disponível em: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378426615002708> Acesso em: 18 de mar. de 2020.

- BASTOS, D. D.; NAKAMURA, W. T.; BASSO, L. F. C. Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 10, n. 6, p. 47-77, 2009.
- BAUM, C. F. 2006. *An Introduction to Modern Econometrics Using Stata*. CollegeStation, TX: Stata Press
- BRAGANÇA, C. G. **Liquidação de operadoras de planos de assistência à saúde no Brasil**. 2017.
- BREALEY, R. A.; MYERS S. C.; ALLEN, F. *Princípios de Finanças Corporativas-12*. AMGH. 2018.
- BIAGNI, F. L. **Fatores determinantes da estrutura de capital das organizações de capital aberto no Brasil: uma análise em painel**. 2003. 127p. Dissertação (Mestrado em Administração) - Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2003.
- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning. 2016.
- BRITO, G. A. S.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores organizações que atuam no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007.
- BRITO, R. D.; LIMA, M. R. A escolha da estrutura de capital sob fraca garantia legal: o caso do Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 2, p. 177-208, 2005.
- BROWN, G. T. Free cash flow: appraisal... A better way?. **The Appraisal Journal**, v. 64, n. 2, p. 171, 1996. Disponível em : http://legado.fucape.br/public/producao_cientifica/2/Free-Cash-Flow-and-Earning.pdf. Acesso em: 18 mar. 2020.
- BURKOWSKI, É.; PEROBELLI, F. F.; ZANINI, A. A identificação de preferências e atributos relacionados à estrutura de capital em pequenas organizações. **RAE-Eletrônica**, São Paulo, v. 8, n. 1, 29 pag., 2009.
- BYRD, J. Financial policies and the agency costs of free cash flow: evidence from the oil industry. **International Review of Accounting, Banking and Finance**, v. 2, n. 2, p. 23-50, 2010.
- COPELAND, T. E.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de organizações-valuation: calculando e gerenciando o valor das organizações**. Pearson Makron Books. 2006.
- CHRISTIE, A. A.; ZIMMERMAN, J. L. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures: corporate control contests. **Accounting review**, p. 539-566, 1991. Disponível em:

<https://urresearch.rochester.edu/fileDownloadForInstitutionalItem.action?itemId=4417&itemFileId=6637>. Acesso em: 18 mar. 2020.

CHOW, G. C. Tests of Equality Between Sets Coefficients in Two Linear Regressions, *Econometrica*, Menasha, v. 28, n. 3, p. 591-605, 1960

DAMODARAN, A. *Finanças corporativas: teoria e prática*. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DECHOW, P. M.; RICHARDSON, S. A.; SLOAN, R. G. The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, U.S.A.v. 46, n. 3, p. 537-566, 2008.

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives*, CFA Institute, v. 18, p. 25–46, 2005.

FATMA, B. M.; CHICHTI, J. Interactions between free cash flow, debt policy and structure of governance: three stage least square simultaneous model approach. *Journal of Management Research*, v. 3, n. 2, p. 1-34, 2011. Disponível em: <http://www.macrothink.org/journal/index.php/jmr/article/view/614/460>. Acesso em: 18 mar. 2020

FÁVERO, L. P. L. Dados em painel em contabilidade e finanças: teoria e aplicação. *Brazilian Business Review*, v. 10, n. 1, p. 131-156, 2013. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/9648/dados-em-painel-em-contabilidade-e-financas--teoria-e-aplicacao/i/pt-br>. Acesso em: 18 mar. 2020.

FRANK, M. Z.; GOYAL, V. K. Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, v. 38, n. 1, p. 1-37, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

FORTE, D.; BARROS, L. A.; NAKAMURA, W. T. Determinants of the capital structure of small and medium sized Brazilian enterprises. *Business Administration Review*, v. 10, n. 3, p. 347-369, 2011. Disponível em: <http://www.spell.org.br/documentos/ver/10387/determinants-of-the-capital-structure-of-small-and-medium-sized-brazilian-enterprises/i/pt-br>. Acesso em: 18 mar. 2020.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011. 924 p.

GIL, A. C. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HANDOO, A.; SHARMA, K. A study on determinants of capital structure in India. *IIMB Management review*, v. 26, n. 3, p. 170-182, 2014.

HARRIS, M.; RAVIV, A. Capital structure and the informational role of debt. **The Journal of Finance**, v. 45, n. 2, p. 321-349, 1990.

JENSEN, M. Eclipse of the modern corporation. **Harvard Business Review**, v. 67, n. 6, 1989.

JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American Economic Review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/i331524?refreqid=excelsior%3Af0a0fd01efe476f5e307694323b80b04>. Acesso em: 18 mar. 2020.

JENSEN, M. C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **The Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993. Disponível em <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JUNIO, W. L. N.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo v.36, n.2, p.89-102, abril/junho 2001.

KADIOGLU, E.; YILMAZ, E. A. Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?. **Borsa Istanbul Review**, v. 17, n. 2, p. 111-116, 2017. Disponível em <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>, Acesso em: 18 mar. 2020.

KAYO, E. K.; FAMÁ, R.; NAKAMURA, W. T.; MARTIN, D. M. L. Estrutura de Capital e criação de valor: os determinantes da estrutura de capital em diferentes fases de crescimento das empresas. **REAd. Revista Eletrônica de Administração**, v. 10, n. 3, p. 1-14, 2004.

KHAN, A.; KALEEM, A.; NAZIR, M. S. Impact of financial leverage on agency cost of free cash flow: evidence from the manufacturing sector of Pakistan. **Journal of Basic and Applied Scientific Research**, v. 2, n. 7, p. 6694-6700, 2012. Disponível em: <https://lahore.comsats.edu.pk/Papers/Abstracts/146-8588087134154383308.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2020.

KIRCH, G. Determinantes da estrutura de capital das organizações brasileiras de capital aberto. **ConTexto**, Porto Alegre, v. 8, n. 13, p. 1-21, 2008.

LANG, L.; OFEK, E.; STULZ, R. Leverage, investment, and firm growth. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n. 1, p. 3-29, 1996.

LEAL, R. P. C. Estrutura de capitais comparada: Brasil e mercados emergentes. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 48, n. 4, p. 67-78, 2008.

- LEMMON, M. L.; ZENDER, J. F. Debt capacity and tests of capital structure theories. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 45, n. 5, p. 1161-1187, 2010. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/27919560>. Acesso em: 18 mar. 2020.
- LERNER, A. F. **Relação do fluxo de caixa livre com o desempenho econômico e os custos de agência**. 2019. 98p. Dissertação (Mestrado em Ciências Econômicas) – UFRGS, Porto Alegre, 2019.
- MAGALHÃES, R. S. *et al.* A utilidade da informação contábil no processo de fiscalização e controle das operadoras de plano de saúde pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). **Revista Ambiente Contábil**, Natal, v. 7, n. 2, p. 53-75, 2015.
- MASULIS, R. W.; WANG, C.; XIE, F. Corporate governance and acquirer returns. **The Journal of Finance**, v. 62, n. 4, p. 1851-1889, 2007. Disponível em <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01259.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.
- MENDES, S. *et al.* A Influência das redes de relação corporativas no desempenho das organizações do novo mercado da BOVESPA. **Revista Brasileira de Finanças**, São Paulo, v. 6, n. 3, p. 337-358, 2013.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, Nashville, v. 48, n. 3, p. 655-669, 1958.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **The American Economic Review**, 53(3), 433-443, 1963.
- MOUSSAVI, S. M. K. *et al.* The investigation of relationship between free cash flow and evaluation indicators of financial performance. 13. p. 3717-3728, 2015.
- MYERS, S. C.; MAJLUF, N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics**, v. 13, n. 2, p. 187-221, 1984.
- OLIVEIRA, G.R.; TABAK, B. M.; RESENDE, J.G.; CAJUEIRO, D. O. **Determinantes da estrutura de capital das organizações brasileiras: uma abordagem em regressão quantílica**. 2012. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/TD272.pdf>. Acesso em: 18 mar. 2020.
- OMET, G. *et al.* Determinants of capital structure in various circumstances: could they be similar?. **Research Journal of Business and Management**, , v. 2, n. 2, p. 158-168, 2015.
- PARK, K.; JANG, S. S. Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: A holistic analysis. **International Journal of Hospitality Management**, v. 33, 51-63, 2013. Disponível em: <https://linkinghub.elsevier.com/retrieve/pii/S027843191300008X>. Acesso em: 18 mar. 2020.

PEROBELLI, F. F. C.; FAMÁ, R. Fatores determinantes da estrutura de capital para organizações latino-americanas. **Revista de Administração Contemporânea**, Maringá, v. 7, n. 1, p. 9-35, 2003.

PRIEST, W. W.; McCLELLAND, L. H. **Free cash flow and shareholder yield: new priorities for the global Investor**. John Wiley & Sons. 2007.

POHLMANN, M. C.; IUDICIBUS, S. Relação entre a tributação do lucro ea estrutura de capital das grandes empresas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 53, p. 1-25, 2010.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. What do we know about capital structure? some evidence from international data. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 5, p. 1421-1460, 1995. Disponível em <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

RICHARDSON, S. Over-investment of free cash flow. **Review of Accounting Studies**, v. 11, n. (2-3), p. 159-189, 2006. Disponível em: <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>. Acesso em: 18 mar. 2020.

ROSS, S. A. *et al.* **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH. 2015.

STULZ, R. Managerial discretion and optimal financing policies. **Journal of financial Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-27, 1990. Disponível em: [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N). Acesso em: 18 mar. 2020.

TITMAN, S.; WESSELS, R. The Determinants of capital structure choice. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 1, p. 1-19, 1988. Disponível em: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>. Acesso em: 18 mar. 2020.

THEÓPHILO, C. R.; MARTINS, G. D. A. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2016.

VARELLA, D.; CESCHIN, M. A saúde dos planos de saúde. 1. ed. — São Paulo: Paralela, 2014.

WU, L. The impact of ownership structure on debt financing of Japanese firms with the agency cost of free cash flow. *In: EFMA 2004 Basel Meetings Paper*. 2004.

YANG, G. J. A.; CHUEH, H.; LEE, C. H. Examining the theory of capital structure: signal factor hypothesis. **Applied Economics**, v. 46, n. 10, p. 1127-1133, 2014.

ZIROLDO, R. R.; GIMENES, R. O.; CASTELO JÚNIOR, C. A importância da saúde suplementar na demanda da prestação dos serviços assistenciais no Brasil. **Mundo Saude**, São Paulo, v. 37, n. 2, p. 216-21, 2013.

DADOS DOS AUTORES:**Cássia Oliveira Ferreira****E-mail:** cassia.oliveiraf@hotmail.com**Curriculum Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/2262264116997230>

Graduação em Direito pela Faculdades Integradas do Oeste de Minas. Tem experiência na área de Direito, com ênfase em Direito Privado.

Priscila Oliveira Ferreira**E-mail:** pripismoc86@gmail.com**Curriculum Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/5768424752284372>

Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Estadual de Montes Claros. Carreira em desenvolvimento na área Fiscal/Faturamento e Controladoria, com competência acadêmica para atuar na condução de operações fiscais, gestão de custos e demonstrações contábeis, emissão de relatórios gerenciais e apresentação de resultados, atuando com foco na redução de custos e sustentabilidade dos negócios.

Wagner Moura Lamounier**E-mail:** wagner@face.ufmg.br**Curriculum Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/5408615900930130>

Doutorado em Economia pela Universidade Federal de Viçosa e Bacharel em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Uberlândia. É professor da Universidade Federal de Minas Gerais e professor e pesquisador do programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Universidade Federal de Minas Gerais. Atua na Linha de Pesquisa de Controladoria e Finanças e é responsável por disciplinas da área de Finanças Corporativas e de Econometria.

Ewerton Alex Avelar**E-mail:** ewertonaavelar@gmail.com**Curriculum Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/6758338709153591>

Doutorado em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais, mestrado em Administração pela Universidade Federal de Lavras, especialista em Educação pela Universidade Federal Fluminense e graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais. Atualmente, é Professor do Departamento de Ciências Contábeis da Universidade Federal de Minas Gerais. Atua principalmente nos seguintes temas: Controle Gerencial, Gestão de Custos, Pesquisa em Administração e em Contabilidade, Sistemas de Informações, Redes Sociais, Educação a Distância e Finanças.