

FUCAPE PESQUISA E ENSINO LIMITADA - FUCAPE MA

ALISON RAMON SANTOS E SILVA

**DETERMINANTES DA RETENÇÃO DE CAIXA EM
EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO**

**SÃO LUIS
2020**

ALISON RAMON SANTOS E SILVA

**DETERMINANTES DA RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada – MA, como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Contabilidade e Administração.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Antonio Bezerra.

**SÃO LUÍS
2020**

ALISON RAMON SANTOS E SILVA

**DETERMINANTES DA RETENÇÃO DE CAIXA EM EMPRESAS DE
CAPITAL ABERTO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade e Administração da Fucape Pesquisa e Ensino Limitada - MA, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Contabilidade e Administração.

Aprovada em 15 de fevereiro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. FRANCISCO ANTONIO BEZERRA
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Profa. Dra. SILVELI CRISTO DE ANDRADE
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

Prof. Dr. EMERSON WAGNER MAINARDES
Fucape Pesquisa e Ensino Limitada

RESUMO

O presente estudo trata da influência exercida pelas variáveis de níveis de governança, incertezas políticas, presença de capital estrangeiro e capital público sobre o excesso de retenção de caixa das empresas da bolsa brasileira (B3) no período de 2001 a 2018. O objetivo deste trabalho foi analisar a relação das respectivas variáveis sobre a decisão dos gestores em manter o excesso de retenção de caixa. Para definição de excesso de retenção de caixa utilizou-se uma regressão em painel composta pelas variáveis explicativas *dummies*, mais os controles, buscando captar a força da influência das referidas variáveis. Utilizou-se dados em painel com corte longitudinal ano a ano das empresas listadas na B3 de 2001 a 2018 dos quais, para a variável que indica fraca governança, usou-se a definição a partir da presença, ou não, nos níveis de governança da bolsa, para incertezas políticas nos anos de eleição para presidente da república, presença de capital estrangeiro formada por fundos, presença de empresas estrangeiras ou por suas controladas no Brasil e, por fim, para capital público com presença do governo diretamente ou através de fundos, empresas públicas ou fundações. Todas as 4 (quatro) variáveis foram significativas para o modelo, confirmando as hipóteses de influência sobre o excesso de retenção de caixa das empresas. Desta forma, quando na presença da variável anos de eleição para presidente da república, a presença de capital do governo e estrangeiro, bem como a fraca governança, as empresas tendem a reter caixa, isto é, apresentam excesso de retenção de caixa.

Palavras-chave: Excesso de Retenção de caixa. Investimento. Governança. Incertezas.

ABSTRACT

The present study deals with the influence exerted by the variables level of governance, political uncertainties and presence of foreign and public capital on the excess of retention of cash of the companies of the Brazilian stock exchange (B3) in the period from 2001 to 2018. The objective of the work was to analyze the relation of the respective variables on the decision of the managers to maintain excess of retention of cash. To define the excess of cash retention, a panel regression composed of the dummy explanatory variables plus the controls was used to capture the influence of the variables. We used panel data with a year-to-year longitudinal cut of the companies listed in B3 from 2001 to 2008, and for the variable indicating weak governance, the definition was used based on the presence or not of the stock market governance levels, for political uncertainties the years of election to president of the republic, presence of foreign capital formed by funds, foreign companies or by its subsidiaries in Brazil and finally to public capital presence of the government directly or through funds, public companies or foundations. All four (4) variables were significant confirming the hypotheses of influence on the excess of corporate retention. Thus, when in the presence of the variable years of election for president of the republic, the presence of government and foreign capital, as well as weak governance, companies tend to retain cash, that is, they present excess cash retention.

Keywords: Excess Cash Retention. Investment. Governance. Uncertainties.

SUMÁRIO

Capítulo 1	6
1 INTRODUÇÃO	6
Capítulo 2	10
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	10
2.2 INCERTEZAS POLÍTICAS	13
2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	17
2.4 PARTICIPAÇÃO DO GOVERNO	22
2.5 PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL ESTRANGEIRO	25
Capítulo 3	29
3 METODOLOGIA	29
Capítulo 4.....	35
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	35
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	35
4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO	36
4.2 MODELO DE REGRESSÃO	38
Capítulo 5	43
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS.....	46

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O impacto do excesso de retenção de caixa sobre os resultados das empresas vem sendo estudado por vários autores no decorrer do tempo, tais como em Shin, Kim, Shin e Lee (2018) que mostram que o excesso de caixa mantido pelas empresas gera uma percepção de risco nos investidores os quais cobram um custo maior para o financiamento do capital ocasionando, com isso, em um valor menor da empresa quando se aplica esse custo nos fluxos de caixa incrementais de seus projetos de investimento. Tais resultados coadunam-se com os estudos de Cunha, Martins e Assaf (2014), que fazem uma correlação entre o valor da empresa e sua capacidade de benefícios futuros, postos sobre a forma de fluxo de caixa positivo das suas operações de investimentos trazidos a valor presente através da taxa representada pelo custo de capital para empresa.

Por conseguinte, outro conjunto de estudos busca saber o porquê das empresas acumularem caixa em excesso, motivo que leva os gestores a represarem alguns projetos ou distribuição de dividendos e manterem valores em caixa, como observado no estudo de Dahrouge e Saito (2013) os quais discutiram a sensibilidade de empresas brasileiras em acumularem caixa a partir de eventos, ou variáveis específicas, tais como presença de financiamento em abundância via bancos públicos.

Teorias de excesso de retenção de caixa, como apresentadas por Harford (1999), indicam a existência de um nível ótimo de dinheiro necessário para

cumprimento das obrigações operacionais, fazendo uma correlação entre custos e benefícios em manter altos valores em caixa.

Desta forma, buscar as razões que possam levar as empresas a possuírem excessos de caixa são importantes como suporte ao tomador de decisão e ao investidor, pois mostram o comportamento dos gestores e as consequências sobre o negócio, conforme observado em Chen e Shane (2014) os quais verificaram que a retenção excessiva de caixa, advinda de fatores não operacionais anormais, pode gerar perda de valor da empresa com o provável represamento de projetos.

Verifica-se, então, que o estudo do comportamento do caixa é importante para o tomador de decisão ou para os investidores, no entanto, observa-se que muito da literatura pesquisada busca explicar as restrições financeiras a partir das políticas de liquidez fazendo uma correlação com o caixa. O presente trabalho vai além, pois tenta captar o nível de caixa das empresas a partir de variáveis econômicas e políticas que por si só influem nas decisões dos gestores quanto ao acúmulo de liquidez.

Para isso a pesquisa pretende responder à seguinte pergunta: o excesso de retenção de caixa pode ser explicado por aspectos de incerteza política, nível de governança e composição societária da empresa?

Assim, o objetivo proposto para a presente pesquisa é investigar se as incertezas políticas verificadas nos anos de eleição para presidente da república, o nível de governança a partir da participação em segmentos diferenciados da bolsa e a presença no capital social da empresa de capital estrangeiro e público, levam os gestores a possuírem excesso de retenção de caixa.

A incerteza política foi relacionada aos anos em que ocorreram as eleições para a escolha do presidente da república, procurando-se captar o momento de incerteza que vivem as empresas com a iminência da mudança de um novo presidente. Conforme Nunes e Medeiros (2016), as mudanças de governo trazem incertezas para o mercado afetando o comportamento dos administradores em relação a suas empresas, impactando na volatilidade do mercado, acarretando em um prêmio de risco maior cobrado das empresas.

Para o nível de governança usou-se a presença da empresa nos níveis de governança da B3 S/A, formado por Níveis 1 e 2 e Novo Mercado, representando as empresas com fraca governança e que não estivessem listadas em nenhum nível diferenciado na B3, a exemplo de Silva, Nardi, Martins e Barossi (2016). Destaca-se a governança em muitos estudos que procuram explicar altos níveis de caixa, como em Kato, Li e Skinner (2017) que confirmaram em pesquisa, com empresas japonesas, uma melhor governança através da relação entre boas práticas de governança corporativa a um nível baixo de caixa.

Definiu-se para capital do governo recursos de: a) fundos públicos; b) fundos de pensão de empresas estatais; c) capitais da União, estados e municípios e suas fundações, além de bancos públicos, a exemplo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Nesse ponto a pesquisa de Bradshaw, Liao e Ma (2019) mostra que a presença do governo na estrutura de capital tende a diminuir os recursos em caixa, em virtude de um maior recolhimento de impostos.

Para o capital estrangeiro utilizou-se a participação de fundos, empresas ou investidores estrangeiros no capital social da amostra, esperando-se uma diminuição

no excesso de retenção de caixa que, conforme Aggarwal, Erel, Ferreira e Matos (2011), a participação estrangeira pode gerar melhor governança e distribuição de dividendos afetando, com isso, o nível de caixa das empresas.

Este trabalho está estruturado em quatro partes, sendo a primeira o referencial teórico, logo depois a metodologia, a análise dos resultados e as conclusões para um melhor entendimento e organização.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico está dividido em seis partes, dentre as quais a primeira apresenta o conceito de excesso de retenção de caixa, em seguida as quatro posteriores esclarecem as variáveis explicativas do estudo e, por fim, conclui-se com as variáveis de controle, buscando demonstrar os diversos estudos correlacionados com o tema da presente pesquisa.

2.1 EXCESSO DE RETENÇÃO DE CAIXA - ERC

O estudo do caixa é assunto central em diversos trabalhos devido à sua importância em relação à conexão com a forma de administrar da empresa e com seu valor.

O conceito de ERC (Excesso de Retenção de Caixa) foi descrito em Khieu e Pyles (2012) como sendo aumentos crescentes no caixa da empresa ocasionados por fatores anormais que não dizem respeito ao aspecto operacional da empresa para desembolso em obrigações de curto prazo.

Keynes (1936) dá uma visão ampla do porquê das empresas manterem caixa voltado para fazer frente a três situações específicas: motivo de transação, para liquidação de compromissos e manutenção da atividade operacional; precaução, como segurança quanto aos riscos futuros; e especulação, para garantir condições de aproveitar oportunidades de investimento.

O ERC (Excesso de Retenção de Caixa) prejudica as empresas na medida que aumenta o seu custo de capital, conforme apresentado nos resultados de Shin

et al. (2018), pois aumenta-se o custo de financiamento de empresas com excesso de retenção de caixa, tendo em vista a cobrança de um prêmio maior, por parte dos investidores, por estes associarem o ERC a uma forte assimetria de informações.

Consequência semelhante foi encontrada por Acharya, Davydenko e Strebulaev (2012), os quais mostram que onde a administração aumenta suas posições em ativos líquidos, tal ação acarreta na elevação do custo dos recursos para a empresa em consequência da sua não aplicação em operações de investimentos que gerem riqueza para o negócio.

Blanchard, Lopez-de-Silanes e Shleifer (1994) concluíram que o excesso de retenção de caixa pode trazer como consequência o investimento em projetos pouco rentáveis, feitos de forma displicente e sem uma análise criteriosa, o que destrói o valor da empresa e afeta a distribuição de dividendos.

O custo de possuir ERC (Excesso de Retenção de Caixa) está presente nas conclusões de Drobetz, Grüninger e Hirschvogl (2010) que mostraram uma relação entre o ganho de se manter reservas de caixa, com a folga financeira e o potencial de evitar captações extemporâneas com taxas elevadas, com o custo de manutenção dos recursos, este bem superior aos ganhos citados, fazendo a empresa perder valor. Mostraram, ainda, que os acionistas não possuem interesse que a empresa mantenha liquidez elevada devido ao aumento do nível de assimetria de informações.

A forma de administrar o ERC afeta diretamente o valor da empresa, bem como sua imagem. No estudo de Sharifi, Hassanzadeh e Nahandi (2013), estes concluíram que empresas com baixos valores em caixa tendem a possuir maior distribuição de dividendos, melhorando a percepção do mercado e dos acionistas que lhes atribuem prêmio de risco menor. Os autores também definiram fatores que

afetam o ERC das empresas, bem como a influência do local onde as empresas estão inseridas.

Lim e Lee (2019) concluíram que as características do *Chief Executive Officer* (CEO) tem a capacidade de aumentar o excesso de retenção de caixa da empresa quando a governança instalada é fraca, tendo como consequência a aplicação desses recursos em projetos pouco lucrativos e arbitrários, além de não privilegiar a distribuição dos resultados, prejudicando os resultados da empresa e o acionista.

Drobetz e Grüninger (2007) realizaram pesquisa com empresas na Suíça e verificaram que empresas não financeiras suíças possuem caixa em excesso substancialmente maior do que as da maioria dos outros países, motivadas pela obtenção de maior segurança com essas reservas, e ainda que companhias que possuem ativos que podem ser facilmente liquidados tendem a possuir menos caixa.

No cenário brasileiro, pesquisas também buscam aclarar o tema do ERC. Terzani e Liberatore (2016) concluíram que o ERC afeta o valor da empresa, pois a partir dele aumenta-se os custos de agência e de oportunidade.

Dahrouge e Saito (2013) verificaram variáveis que influenciam o ERC, bem como o tempo de ajuste no caixa das empresas brasileiras, onde duas de suas conclusões indicam que a dívida bancária de curto prazo incide negativamente sobre o ERC e que as empresas brasileiras ajustam seu caixa em tempo mais curto que empresas localizadas em países europeus devido aos altos custos de transação. Tortoli e Moraes (2016) buscaram fatores que influenciam o caixa da empresa, destacando a distribuição de dividendos e o nível de governança, ambos influenciando negativamente o caixa, com destaque para períodos de crise que

induzem o nível de caixa positivamente à medida que as empresas buscam se proteger.

2.2 INCERTEZAS POLÍTICAS

A primeira variável definida foi a perspectiva de mudanças no sistema econômico em virtude da possibilidade de troca de governantes afetarem as decisões das empresas em manterem ERC. Essas incertezas são materializadas na forma de conduzir a política econômica, fiscal e o sistema legal do país.

Para aprofundar o assunto, primeiro destaca-se o potencial de influência das ações do governo sobre a administração das empresas.

A partir do estudo de Chen (2011), observou-se a relação entre a forma de atuação do governo e o caixa das empresas, mostrando que quanto mais forte a atuação do governo no combate à corrupção, e sistema de leis que protejam os investidores que aplicam no mercado de capitais, as empresas tendem a possuir um menor excesso de retenção de caixa.

Conclusão semelhante foi trazida por Seifert e Gonenc (2016) os quais concluíram que a forma de administração do país influencia as decisões e a gestão das empresas ali sediadas, exemplo disso são as empresas localizadas em países com legislação forte em relação ao mercado financeiro e de mercado de capitais que tendem a possuir menos recursos em caixa.

Kato et al. (2017), a partir de pesquisa feita com empresas sediadas no Japão, afirmaram que com a melhora nos processos de governança do país e definição de regras claras para os investidores as empresas diminuíram suas reservas de liquidez.

Complementando, tem-se os resultados de Nikolov e Whited (2014) indicando que empresas presentes em ambientes de política econômica contracionista que envolvem aumento de impostos são levadas a elevarem sua alavancagem emitindo mais dívida com o objetivo de diminuir o valor a pagar ao fisco, o que ocasiona o aumento de seu ERC devido à uma maior liquidez.

Outro ponto que gera incerteza dentro da perspectiva de um novo governo é a política monetária, em especial a definição da taxa básica de juros do país, sobre a qual Gaur e Kaur (2018) concluíram que a definição da taxa básica de juros de um governo pode influenciar o excesso de retenção de caixa mantido pelos gestores, tendo estes a propensão de aumentar os valores mantidos em caixa equivalentes ao aumento dos juros básicos da economia, e a diminuí-los com a baixa de juros a partir da aplicação em investimentos diretos.

Toda essa influência que a forma de governar tem sobre o comportamento das empresas, em relação às suas reservas de caixa, está presente fortemente na forma de perspectivas, ou seja, incertezas implícitas nas mudanças em trocas de governantes, conforme Graham e Harvey (2001) demonstraram que em períodos de risco de mudanças na política, aumenta a percepção da realidade da empresa frente a elas, levando os gestores a aumentarem ERC e com isso protegerem-se de futuras intempéries.

Os gestores também respondem às incertezas políticas procurando melhorar seu posicionamento, como discutiram Nagar, Schoenfeldb e Wellman (2019), os quais afirmam que a incerteza da política econômica afeta o aumento dos *spreads* de dívida, logo, os gestores para protegerem-se aumentam os mecanismos de governança, principalmente os voltados à divulgação de informações e diminuição

da liquidez, procurando oferecer uma resposta ao mercado e aos investidores em relação à imagem da empresa.

Situação semelhante também acontece em países de regime autoritário e propensos às intervenções diretas em propriedade da empresa. Li, Xu e Gan (2018) mostram que empresas sediadas na China tendem a possuir baixos valores de caixa, devido ao alto risco de sequestro de ativos, exigências de alocações e cancelamento de investimentos que podem ser efetuados por parte do governo, dessa forma, preferem distribuir resultados ou mesmo repatriar recursos.

No Brasil alguns estudos também se destacam sobre o tema. Julio e Yook (2012) mostram que políticas econômicas a serem adotadas para estímulo de investimentos de curto e longo prazo pelos governos influenciam a tomada de decisões de gestores de empresas em relação aos seus projetos específicos e à forma de alocação dos recursos, adotando menor ERC na medida que investem em projetos de orçamento de capital.

Dias, Nossa e Monte-Mor (2018) concluíram que os períodos eleitorais podem definir o comportamento de vários atores da economia, cujas alterações são causadas, provavelmente, pela enxurrada de informações e aumento de investimentos do poder público.

Nunes e Medeiros (2016) trouxeram uma observação importante ao mostrarem que apesar da Teoria dos Mercados eficiente afirmar que as informações estão disponíveis e são incorporadas aos preços das ações, essas informações podem vir com um fator de incerteza quanto ao futuro das decisões econômicas de um próximo governo, agindo de forma inversamente proporcional, despencando o preço das ações e, conseqüentemente, o valor das empresas.

Com isso, destaca-se que possíveis mudanças nos quadros da política nacional dos diversos países trazem consigo uma incerteza embutida que por conseguinte influencia a decisão dos gestores em suas políticas econômico-financeiras.

As perspectivas de mudanças na forma de governo impactam a economia e as empresas, consequentemente, das mais variadas formas. Dahrouge e Saito (2013) observaram que uma maior ou menor alocação de recursos, via bancos públicos, levam as empresas a reverem suas políticas de caixa, aumentando os valores disponíveis em fundos ou equivalentes, sempre quando há uma tendência de diminuição nos referidos desembolsos.

No Brasil esse resultado eleva-se, pois tem-se uma forte atuação dos bancos públicos conforme apontado por Frischtak, Davies e Noronha (2015) que mostram que o Brasil é um país com infraestrutura precária, que investe pouco do seu Produto Interno Bruto (PIB) em investimentos, com a grande maioria dos recursos financiados por bancos públicos

Assim, a expectativa que os empresários têm de saber em anos de eleição se o próximo governante vai manter, ou mudar políticas, pode impactar a forma como pensam seus investimentos, observação esta apontada no estudo de Lester (2019) no qual observou que as empresas abrem um compasso de espera em investimentos quando aguardam definições de apoio governamental à produção, sob a forma de subsídios, vindo este trabalho a complementar a sua associação à indecisão quanto ao excesso de retenção de caixa.

Dias et al. (2018) expõe que os anos que antecedem a posse de um novo governante são carregados de incertezas, das quais consegue-se captar o porvir a

partir do ano anterior que decide o vencedor. Desta forma, constrói-se a seguinte hipótese.

H1: Em anos de eleição as empresas tendem a apresentar excessos de retenção de caixa.

2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

O tema Governança Corporativa é constantemente associado a uma melhor gestão da empresa, bem como correlacionado com o aumento ou diminuição da transparência.

Baum, Chackraborty e Liu (2012) observaram, através de pesquisa com empresas norte americanas, que aquelas que possuem bom nível de governança reagem melhor às incertezas do ambiente, principalmente as econômicas, trazendo a percepção de um bom nível de gestão com baixa assimetria de informações. Ainda, completam que empresas com boa governança possuem baixo ERC até em períodos turbulentos da economia, como crises econômicas, políticas, etc., ao contrário de empresas com baixa governança com as quais ocorre o oposto.

Shin et al. (2018) concluíram que o próprio ERC (Excesso de Retenção de Caixa) é indicativo de baixa governança e alta assimetria de informações, tendo como consequência dificuldade de obter financiamentos num prazo rápido e a um custo adequado.

A relação direta entre Governança Corporativa e nível de caixa é indicativa em vários trabalhos nos diversos países, como em Nikolov e Whited (2014) que associaram o nível de informações às políticas de liquidez concluindo que a assimetria de informações (diferença entre informações prestadas e total de

informações em poder de determinado grupo de interesse) é um dos pontos fracos que as práticas de boa governança procuram diminuir, mas que essa assimetria, quando existe, aumenta o nível de ERC.

Uma forma de melhorar a Governança a partir da diminuição da assimetria de informações e maior transparência com reflexos na administração da liquidez está relacionada ao crédito via instituições financeiras, conforme confirmado em estudo de García-Teruel e Martínez-Solano (2008) os quais verificaram que a oferta de crédito e o endividamento das empresas reduzem a assimetria de informações. Esta redução é motivada pelo relacionamento com as instituições de crédito, o que ocasiona na diminuição do excesso de retenção de caixa das empresas. Desta forma a dívida bancária age como um influenciador na melhora da governança das organizações com reflexos na gestão do caixa.

Nesta mesma linha, a assimetria de informações pode cair em processos de abertura de capital melhorando a Governança conforme Engel, Gordon e Hayes (2002) concluíram através de estudo de ofertas iniciais de ações entre os anos de 1996 e 1999, demonstrando que a iminência de uma Oferta Inicial de Ações (IPO – *Initial Public Offering*) tende a aumentar o padrão de governança corporativa das empresas, principalmente aquelas do setor de tecnologia da informação, a partir da exigência de mais informações a serem prestadas e compartilhadas, influenciando a forma de gerir a liquidez da empresa.

Sun, Yung e Rahman (2012) observaram que empresas com baixo nível de governança corporativa e baixa qualidade na divulgação de informações referentes aos seus resultados contábeis/financeiros, faz com que os investidores exijam uma taxa maior para alocação de seus recursos, levando as empresas a requererem ERC para protegerem-se desse custo adicional.

Mesmo resultado observou-se no estudo de Easley e O'Hara (2004), sugerindo que a assimetria de informação afeta adversamente o custo do capital no caso de concorrência imperfeita, devido ao potencial de ERC (Excesso de Retenção de Caixa).

A relação governança/ERC também pode ser vista quando se olha a melhora da governança do país. Kato et al. (2017) concluíram a partir de estudo de um conjunto de empresas japonesas ter existido uma diminuição dos excessos de caixa, que estas mantinham, na medida em que houve um processo de melhoria das regras de governança no país, trazendo um maior pagamento de dividendos para os acionistas e melhorando a imagem das empresas.

Um dos parâmetros de boa governança corporativa refere-se à composição e ao tamanho do conselho de administração, conforme estudo de Al-Najjar e Clark (2017) os quais constataram que quanto maior o conselho de administração menos dinheiro as companhias tendem a possuir em caixa mostrando, desta forma, uma relação negativa entre as duas variáveis e indicando que conselhos maiores tendem a ser mais ativos e diminuindo o conflito de agência.

A relação entre o tamanho do conselho e o nível de caixa também foi destacado na pesquisa com empresas em Taiwan de Huang, Liao e Chang (2015) que demonstraram que quanto maior o conselho menor o nível de caixa, e concluíram também que empresas que possuem boa governança tendem a não sofrer forte desvalorização no seu valor quando ocorre ERC, ao contrário de empresas que possuem fraca governança que aumentam o ERC e perdem valor devido aos altos custos de agência.

Outro aspecto a ser analisado quando se correlaciona o nível de governança e caixa é o fato de considerar a governança desenvolvida no país, e também no

nível da empresa, como identificado no estudo de Akhtar, Tareq, Sakti e Khan (2018), quando se tem presente na empresa uma governança forte e também no país há uma tendência de baixo ERC, sendo que, quando se tem o contrário, o ERC aumenta e potencialmente gera uma queda no valor da empresa. Além disso, discutiram o fato de haver governança forte no país e fraca na empresa ou vice-versa, concluindo que quando uma das duas é forte modera-se as consequências ruins em termos de diminuição do valor da empresa.

Destaca-se a importância de analisar a governança corporativa na amostra da B3 S/A, tendo em vista o Brasil ser considerado um país emergente que geralmente possui maior tendência das empresas possuírem baixa governança, conforme resultados elencados por Uyar (2011), mostrando que os países emergentes possuem características que os distinguem dos países desenvolvidos, como aquelas relacionadas ao baixo nível de governança, fraco ambiente regulatório e alta assimetria entre acionistas minoritários e majoritários nas Sociedades Anônimas (S/A).

Assim, no Brasil, também existem estudos que verificaram o reflexo da governança corporativa sobre o ERC. Costa e Carvalho (2016) discutiram que o maior nível de governança corporativa tem como finalidade encurtar a diferença de informações mantidas entre os diversos atores de relacionamento da empresa, internos e externos, mais precisamente administradores, investidores, acionistas, governo e conselho de administração, com reflexo na melhora das práticas de gestão e baixa do ERC.

Konraht, Soutes e Alencar (2016) evidenciaram a correlação entre uma maior assimetria de informações por parte das empresas e o reflexo no excesso de caixa. Como as empresas percebem que não possuem bons mecanismos de transparência

com o mercado, e sabem que essa assimetria é punida pelos investidores, acumulam caixa prevendo uma dificuldade de captação de recursos nas diversas oportunidades de investimento trazendo, com isso, um efeito adverso que é custo de manutenção de liquidez.

O estudo de Ferreira e Vilela (2004) com empresas localizadas em países da União Europeia mostra que o conflito de agência não é determinante da política de caixa da empresa, e não valida a relação da governança corporativa com o excesso de retenção de caixa, mas nas conclusões mostram que as teorias do *trade-off* e *pecking order* são importantes para explicar os determinantes de liquidez das empresas.

Uyar e Kuzev (2014) definem motivos para ERC e deixam uma lacuna para o presente trabalho, pois concluem que as empresas possuem tendência a manter excessos de retenção de caixa motivadas pelo alto custo de financiamento no mercado de dívidas, dificuldades de obtenção de capital, medo de perder projetos estratégicos e deixam como uma futura contribuição estudar os impactos da baixa governança corporativa sobre o caixa das empresas, finalizando com análise do impacto da baixa governança corporativa sobre o excesso de retenção de caixa, tema de estudo do presente trabalho.

Para definir o baixo nível de governança das empresas utilizou-se os mercados diferenciados da B3 S/A como parâmetro para empresas com boa governança, formados pelos níveis: M1 , M2 e Novo Mercado, como em Tavares (2006) que destaca que das companhias abertas listadas na Bolsa de Valores (B3) no período de abril/1998 a set/2005 aquelas que aderiram aos níveis de governança diferenciados da bolsa tiveram aumento na sua rentabilidade e no seu valor de mercado.

Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NGDC) - Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado, representam dentro da B3 S/A empresas que decidiram atender não só a legislação, mas também práticas adicionais e diferenciadas de governança.

Para capturar o efeito da governança sobre o excesso de caixa se formulou a segunda hipótese.

H2: Empresas que possuem baixa governança tendem a ter maior excesso de retenção de caixa.

2.4 PARTICIPAÇÃO DO GOVERNO

Quando o investidor aloca recursos em ações de uma empresa passa a ser dono do negócio na proporção de sua participação, assim, pode influenciar os rumos do negócio, em especial a alocação de recursos de curto e longo prazo. O governo amplia esse conceito tendo em vista o seu poder, mesmo quando atua na iniciativa privada.

Conforme estudo de Desai, Dyck e Zingales (2007), estes destacam que o governo já exerce influência nas empresas mesmo sem participar diretamente do seu capital, tendo em vista que consome uma parte dos fluxos de caixa das empresas por meio de impostos e acaba atuando de forma indireta nas decisões dos gestores das empresas, principalmente, econômico-financeiras. Nas economias emergentes, a exemplo do Brasil, essa influência eleva-se. Lee (2002) afirma que economias emergentes tendem a possuir altos valores do governo investidos em empresas, mesmo após a quantidade de privatizações que existiram nos últimos anos, não só diretamente mas também, através de fundos de pensões de empresas

públicas ou sociedades de economia mista e Bancos de Desenvolvimento que comprem participações e também associam-se às companhias.

A partir disso, a ingerência do governo é marcante, como majoritário com ações do tipo *golden share*, ou mesmo como minoritário, influenciando a forma como as empresas são administradas econômica e financeiramente, em especial na política de caixa, uma vez que o governo não possui apenas o interesse de mercado, mas também político e social.

A influência da política de caixa da empresa vem ao encontro de objetivos estatais em projetos de investimento e na distribuição de dividendos.

Megginson, Ullah e Wei (2014) através de amostra de empresas na China concluíram que a participação estatal está correlacionada negativamente com o ERC, porquanto a empresa apresenta menos necessidade de recursos dado que pode contar com o governo em possíveis apertos orçamentários.

Em pesquisa na Malásia também se observou uma relação negativa entre participação do governo e valores em caixa. Najid e Rahman (2011) fizeram uma comparação entre empresas que possuíam participação do governo e outras sem, tendo como uma de suas conclusões que a participação do governo leva a uma aplicação maior de valores em investimentos com queda no ERC, porém, esse rol de investimentos às vezes mostra conflito entre interesses da empresa e os do próprio do governo voltados à sua função social.

Muhammed, Stratling e Salama (2014) mostram que a participação do governo traz ingerências políticas a partir da presença de diretores e conselheiros indicados pelo setor público, que possuem interesses antagônicos aos da companhia. No entanto, outros tipos de alocação de investimento como fundos de pensão e

agências especializadas tendem a melhorar a gestão gerando um contraditório dentro das formas de alocação de recursos pelo poder público que influenciam diferentemente na atividade econômica da empresa.

Fan, Wei e Xu (2011) mostram uma piora da governança e diminuição na atração de recursos externos, consequência da administração com a presença do governo, o que dá um caráter importante à presente pesquisa na medida que busca encontrar uma relação entre a participação do governo e o excesso de retenção de caixa, o que pode significar a má gestão de recursos, represando investimentos.

O acionista-governo também pode ajudar a empresa a partir de folga financeira na medida que ela possui disponível o aparato de recursos públicos de diversas fontes, bem como melhorar seus resultados com políticas direcionadas.

Liu e Buck (2009) concluíram que a influência estatal ajuda na melhora dos resultados corporativos relativos à receita e aos lucros, bem como protege a empresa com mecanismos típicos do poder público, como defesa de mercado e tributação de entrada para novos concorrentes, ao mesmo tempo que direciona a empresa em projetos específicos de interesse estatal com reflexos negativos no ERC.

No Brasil destacamos o trabalho de Gotaça, Montezanoa e Lameirab (2015) no qual foi exposto que a participação do governo, apesar de gerar um maior giro do ativo (com queda do ERC), relaciona-se negativamente à eficiência no aporte desses recursos nos respectivos ativos aumentando o custo de agência da empresa.

Para capturar o efeito da participação do governo sobre o excesso de caixa, formulou-se a terceira hipótese.

H3: Empresas que possuem capital do governo em sua estrutura de capital tendem a ter menor excesso de retenção de caixa.

2.5 PARTICIPAÇÃO DE CAPITAL ESTRANGEIRO

Muitos motivos levam as empresas a alocar recursos em outros países, conforme verificado por Dyreng e Lindesy (2009) que demonstraram a mobilidade do capital entre países desenvolvidos e emergentes, fluindo daqueles em busca de maior retorno para o aumento de lucros, bem como num processo de diminuição da alíquota efetiva de imposto entre a operação, e a matriz das respectivas empresas.

Callen, Hope e Segal (2005) concluíram que quando o capital estrangeiro se movimenta rumo a países emergentes, através de fundos ADRs (*American Depositary Receipts*) e fundos de pensão, dentre outros, traz as características do tipo de investidor internacional altamente qualificado que mede a diferença entre os lucros no mercado de origem e os lucros no mercado estrangeiro. Essa comparação provoca sensibilidade ao capital e define uma forma de remuneração atrelada aos dividendos, ou somente à expectativa de aumento a longo prazo, levando os gestores das empresas a diminuírem os valores mantidos em caixa e equivalentes.

Chang e Noorbakhsh (2006) através de estudo sobre IDE (Investimento Direto Estrangeiro) entre países mostraram que os recursos estrangeiros alocados têm uma relação inversa com os saldos mantidos em caixa pelas empresas tendo em vista a diminuição do conflito de agência.

Wu, Yang e Zhou (2017) também verificaram que empresas com capital estrangeiro detêm menos recursos em caixa. Nos resultados em pesquisa com empresas estatais e multinacionais (capital estrangeiro) localizadas na China

encontraram baixo ERC nas multinacionais motivadas, principalmente, pelo maior número de investimentos realizados.

No estudo de Ullah, Rehman, Saaed e Zeb (2014), com 180 empresas localizadas no Paquistão, estes concluíram que o investimento estrangeiro tem relação negativa com o ERC, mostrando um menor valor mantido em caixa, sendo o principal motivo de distribuição de dividendos maiores em empresas com investimento externo.

Aggarwal et al. (2011) confirmaram em seu estudo que o investimento estrangeiro, seja em filiais ou direto, influencia nas decisões das empresas dos países que recebem esses recursos, mais notadamente no item nível de governança, o que tende a aumentar a partir da presença de capital estrangeiro de países desenvolvidos, mudando a forma de gerenciamento de liquidez uma vez que a melhora em níveis de governança acaba induzindo à uma diminuição no caixa da empresa.

Isso pode ser corroborado no trabalho de Fang, Maffett e Zhang (2015) que estudaram a comparação entre as práticas das empresas, antes e depois do investimento estrangeiro, mostrando um aperfeiçoamento nos relatórios e governança. Concluíram que quando empresas norte americanas alocam recursos em países emergentes, as empresas que recebem esses investimentos tendem a melhorar o padrão de relatórios contábeis-financeiros e de governança aproximando-se de regras internacionais.

Desta forma, o capital estrangeiro pode influenciar a forma de gestão das companhias, que acabam por adotar padrões mais sustentáveis e de melhora de governança, em que, conforme apontado por Shin et al. (2018), esse ajustamento de

governança aumenta o acesso de investidores, diminuindo o excesso de retenção de caixa e o custo de capital.

Os benefícios tributários também definem a alocação de recursos estrangeiros conforme demonstrado por Graham, Hanlon e Shevlin (2011) os quais concluíram que as empresas de países emergentes que possuem capital estrangeiro em sua estrutura tendem a possuir baixos valores em caixa, reinvestindo sempre os lucros e diferindo a repatriação devido ao benefício tributário que esse capital possui ao ficar aplicado em operações de investimento e não ser totalmente repatriado de início.

Esses resultados se coadunam com o estudo de Myers e Majluf (1984), que utilizaram a teoria do *Pecking Order*, mostrando que as empresas preferem, através de uma hierarquia, utilizar capital próprio oriundo de lucros reinvestidos a outras formas de captação reduzindo, assim, o excesso de retenção de caixa.

No Brasil o estudo de Maciel e Camargos (2018) apresenta que a alocação de capital estrangeiro em países emergentes, a exemplo do Brasil, leva em conta o nível de *rating* calculado pelas agências de risco de referência, pois a partir do patamar de grau de investimento é possível captar recursos de fundos soberanos internacionais o que aumenta, em sobremaneira, o volume de recursos investidos.

A partir disso a influência do capital sobre as empresas determina a postura dos gestores em busca de bons projetos de investimentos que, conforme Ferreira e Vilela (2004) e Cunha et al. (2014), tendem a gerar fluxo de caixa positivo e aumentar o valor da empresa, diminuindo a liquidez vigente.

Para capturar o efeito da participação estrangeira sobre o excesso de caixa, formulou-se a quarta hipótese.

H4: Empresas que possuem investimento de capital estrangeiro em sua estrutura de capital tendem a ter menor excesso de retenção de caixa.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

O presente trabalho trata-se de uma pesquisa descritiva com uso de técnicas quantitativas, utilizando dados secundários em painel dinâmico com corte longitudinal e efeitos aleatórios. Essa dinâmica permite testar dados implícitos na análise, evidenciar variáveis autocorrelacionadas, controlar características não observáveis nas variáveis, e o estudo das defasagens no comportamento dos gestores já que trabalhamos com variáveis políticas e econômicas.

Utilizou-se dos testes de Brush-Pagan para verificar se existiam problemas de heterocedasticidade, ou seja, se a distância dos resíduos da regressão eram diferentes, a estatística VIF para verificar a multicolinearidade buscando precisar se tínhamos variáveis independentes com forte correlação, e o teste de normalidade de Shapiro para confirmar se a modelagem por uma distribuição normal era consistente.

A base de dados da Economática® foi utilizada para obtenção de dados referentes às demonstrações financeiras e índices utilizados. Os dados foram coletados utilizando frequência anual para que se pudesse capturar as mudanças políticas propostas, além de tirar o efeito das mudanças de caixa para compromissos operacionais de curto prazo, tendo em vista a maior parte dos ciclos operacionais das empresas da amostra ter duração de um ano.

Além do Economática, que foi a base principal da pesquisa, utilizou-se os sites da B3 S/A, Comissão de Valores Mobiliários e EconoInfo, sendo que nesta última obteve-se a composição atual do quadro societário de algumas companhias.

A amostra foi composta por companhias listadas na B3 nos anos de 2001 a 2018, excluindo as instituições financeiras para evitar possíveis ruídos nos dados, tendo em vista sistema próprio de governança e alocação de ativos.

Ao total foram coletados inicialmente a quantidade de 7.736 (sete mil setecentos e trinta e seis) dados, sendo excluídos da base inicial a quantidade de 1.576 (um mil quinhentos e setenta e seis) devido às observações que não apresentaram resultados em alguns momentos de determinados anos, ficando a amostra real com de 6.160 (seis mil cento e sessenta) observações para a presente pesquisa.

Os dados após coletados foram empilhados anualmente por empresa para o período selecionado de 2001 a 2018, no qual buscou-se refletir um lapso temporal que permitisse analisar tanto os fatores políticos quanto econômicos representados pelas variáveis explicativas do modelo.

Para busca de confirmação das hipóteses apresentadas utilizou-se como variável dependente, baseando-se nos modelos utilizados por Kim, Mauer e Sherman (1998), Opler, Pinkowitz, Stulz e Williamson (1999), Ozkan e Ozkan (2004), e Dahrouge e Saito (2013), o Excesso de Retenção de Caixa definido como:

$$ERC = \left(\frac{\text{Disponível} + \text{Investimento CP}}{\text{Ativo Total}} \right) \quad (1)$$

Onde:

- ERC: Excesso de Retenção de Caixa
- Disponível: Dinheiro no caixa
- Investimento Curto Prazo: Equivalentes de caixa

- Aplicações Curto Prazo: Aplicações de alta liquidez, ou seja, que podem ser sacadas a qualquer momento pela empresa.
- Ativo Total: Total das aplicações de recursos da empresa

A Figura 1 apresenta as variáveis explicativas do estudo da seguinte forma:

Variáveis	Conceito	Tipo	Expectativa	Fonte
Incertezas Políticas: DPol	Anos de eleição para presidente da república.	<i>Dummy</i> ; considerando 1 para anos de eleição	Positiva, ou seja, aumento do caixa em períodos de incerteza política	Nikolov e Whited (2014)
Nível de Governança: DGnc	Empresas situadas fora do nível de governança da B3 S/A	<i>Dummy</i> , considerando 0 para empresas fora dos níveis de governança da B3	Negativo, empresas fora do nível tendem a ter ERC	Kato et. al., 2017
Presença de Capital do Governo: DInvGov	Presença de capital do governo através da administração direta ou indireta	<i>Dummy</i> , sendo 1 para empresas com presença de capital do governo	Negativo, empresas com capital do governo tendem a possuir baixo ERC	Megginson, Ullah e Wei, 2014
Presença de Capital estrangeiro: DInvEst	Presença de capital estrangeiro alocado diretamente pelas empresas e fundos estrangeiros ou através de suas filiais;	<i>Dummy</i> , com valor 1 para empresas com capital estrangeiro	Negativo, empresas com capital estrangeiro tendem a possuir baixo ERC	Ullah, Rehman, Saaed e Zeb (2014)

Figura 1: Variáveis Independentes

Fonte: Elaborado pelo Autor

Foram utilizadas quatro variáveis de controle: *Capex*, Alavancagem e Tamanho, já presentes em grande número de pesquisas a exemplo de Shin et al. (2018), Easley e O'Hara (2004), Dahrouge e Saito (2013) dentre outros, fazendo com que se consiga isolar os efeitos das variáveis independentes e analisar o quadro geral.

O tamanho da empresa vem sendo estudado em muitas pesquisas, como em Fazzari, Hubbard, Petersen, Blinder e Poterba (1988) que mostraram esta variável como determinante na forma de administrar a empresa, influenciando gestores na distribuição do capital em diversos projetos, bem como na sua retenção com o aumento de caixa. Shin et al. (2018) discutem que quanto maior a empresa maior será a probabilidade de possuir acesso ao recurso em variadas fontes, além de

dispor de menor custo de capital, o que pode indicar que tendem a apresentar menores valores em caixa e a gerar maior valor para organização. Dahrouge e Saito (2013) corroboram com o exposto acima quando afirmam que empresas maiores possuem fluxos mais estáveis, o que anula sua necessidade de manter elevados valores em reservas de liquidez.

Gitman e Zutter (2017) afirmam que quando as empresas trazem mais dívidas para seu capital o custo desse capital diminui, pois o capital de terceiros possui benefício fiscal, com a possibilidade de abater uma parte do lucro do exercício e, com isso, diminuir as dívidas com impostos. Os autores Cunha et al (2014) discutem que lançar valores relativos a capital de terceiros em uma organização está gerando o processo de alavancagem financeira em um primeiro momento, diminuindo custo, no entanto, se a empresa continua a espiral e desenvolve um maior nível de risco, acontece o oposto, ou seja, o aumento do custo total. Esse percentual de dívida pode influenciar no caixa da empresa, conforme demonstrado por Shin et al. (2018) que afirmam ser ele um substituto no momento em que está disponível para o gestor, fazendo cair o excesso de caixa.

Os investimentos em bens de capital (*Capex*) geralmente trazem fluxos de caixa de longo prazo. O *Capex* é uma expressão inglesa que designa as despesas de capital ou investimento em bens de capital. Essa variável consta em diversos trabalhos que estudam a retenção de caixa dado que, possivelmente, quando se tem altos índices de investimento verifica-se um baixo nível de caixa, tendo em vista a alocação desses recursos em operações de longo prazo (Dahrouge & Saito, 2013; Shin et al., 2018).

A Figura 2 apresenta as variáveis de controle do estudo da seguinte forma:

Variável	Efeito esperado	Determinação	Expectativa	Fonte
Tamanho: DLnTam	Quanto maior o tamanho das empresas menor tende a ser o ERC	Logaritmo natural do ativo total	Negativo, quanto maior o tamanho menor o ERC	Dahrouge e Saito (2013)
Alavancagem: DALav	Potencial de endividamento e crédito fazendo com que as empresas que tenham alavancagem tendam a possuir menor ERC	Soma das dívidas de curto e longo prazo/ativo total da empresa	Negativo, maior alavancagem tende a gerar menor ERC	Shin et al, 2018
Capex: LnCapex	Alocações de investimentos da empresa, conhecidas como orçamento de capital, alocados em projetos de longo prazo, sendo que empresas que possuem alto <i>Capex</i> tendem a possuir baixo ERC.	Ln da variação nos ativos fixos mais a depreciação sobre/ativo total	Negativo, empresas com alto <i>Capex</i> tendem a possuir baixo ERC.	Shin et al, 2018

Figura 2: Variáveis de Controle

Fonte: Elaborado pelo autor

Notas: Referências de Dahrouge e Saito, 2013; Shin et al. 2018.

A equação da regressão ficou definida da seguinte forma:

$$ERC = \beta_0 + \beta_1 DPol + \beta_2 DGnc + \beta_3 DInvGov + \beta_4 DInvEst + \beta_5 LnTam_{it} + \beta_6 Alav_{it} + \beta_7 LnCapex_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

Onde:

DPol: variável categórica *dummy* representando as incertezas políticas através dos anos de eleição para presidente da república;

DGnc: variável categórica *dummy* representando o nível de governança corporativa das empresas através da presença, ou não, nos níveis de governança da B3;

DInvGov = variável categórica *dummy* representando empresas que possuem em sua estrutura de capital recursos do governo;

DInvEst = variável categórica *dummy* representando empresas que possuem em sua estrutura presença de capital estrangeiro;

DLnTam = variável de controle representando o tamanho da empresa através do logaritmo do ativo;

DA_{lav} = variável de controle representando a relação entre a soma das dívidas de curto prazo e longo prazo e o ativo total da empresa;

LnCapex = variável de controle representando variação nos ativos fixos mais a depreciação sobre o ativo total.

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A partir da base de dados e das equações definidas para estudo, obteve-se os dados abaixo, dispostos em três tabelas referentes à estatística descritiva, matriz de correlação e regressão cada uma com os resultados das variáveis dependentes, explicativas e de controle.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Variável	Média	Desvio	Mínimo	p25	p50	p75	Máximo	Observações
ERC	0,05	0,1	0	0	0	0,05	0,46	6160
Dpol	0,21	0,41	0	0	0	0	1	6160
DGnc	0,86	0,34	0	1	1	1	1	6160
DInvGov	0,23	0,42	0	0	0	0	1	6160
DInvEst	0,3	0,45	0	0	0	1	1	6160
LnDTam	14,35	1,96	9,43	1,29	1,44	15,68	18,91	6160
DAlav	0,66	0,44	0,02	0,45	0,59	0,74	3,31	6160
LnCapex	10,95	2,65	3,17	9,24	11,23	1,29	1,62	6160

Fonte: Dados da Pesquisa.

Legenda: ERC é o excesso de retenção de caixa representado pelo disponível mais investimento e aplicações CP/Ativo total. DPol é a variável incertezas políticas. DGnc é a variável nível de Governança. DInvGov é a variável investimento do governo. DInvEst variável investimento estrangeiro. LnTam variável de controle tamanho. Alav variável de controle alavancagem. LnCapex variável de controle Capex.

Observou-se na Tabela 1 que a média de 0,05 para o Excesso de Retenção de Caixa, mostrando um baixo excesso no geral devido ao peso das empresas de

grande porte que possuem baixo ERC, confirmado na alta média relativa à variável controle tamanho, bem como no percentil de 75 que apresentou 18,91.

Para a variável política verifica-se baixa participação, somente computada em 25% da amostra, tendo em vista ser representada somente pelos anos de eleição para presidente da república.

Quando se observa a alta média para a variável nível de governança corporativa, juntamente com sua presença a partir do percentil de 25, conclui-se que a maior parte das empresas da B3 inseriram-se nos níveis diferenciados de governança, o que também explica a baixa média do ERC, considerando que as empresas com alto nível de governança tendem a possuir baixo excesso de caixa.

Para explicativa presença de capital público teve-se média baixa e presença fora do percentil de 25, ou seja, abaixo de 25% da amostra, mostrando pouco investimento do governo nas empresas da B3 além de diminuição durante o período pesquisado, existindo concentração nos investimentos diretos do governo brasileiro em empresas da bolsa.

A variável presença de capital estrangeiro teve média um pouco superior que a de capital público e mostrou-se relevante a partir do percentil 0,75, mostrando ainda pouca busca de capital estrangeiro pelas empresas listadas na B3, bem como diminuição do investimento estrangeiro a partir da perda de grau de investimento do Brasil pelas principais agências de risco.

4.2 MATRIZ DE CORRELAÇÃO

Na Tabela 2 pode-se observar que, fundamentalmente, todas as variáveis explicativas correlacionam-se negativamente com a variável dependente do estudo,

isto é, o excesso de retenção de caixa, mostrando que o excesso diminui quando se tem a ocorrência daquelas variáveis.

Apesar não ter havido significância para correlação entre nível de governança e o excesso de caixa, a variável mostrou relevância na regressão com 10% de significância e o sinal da correlação mostrou-se condizente com o comportamento do caixa perante um melhor nível de governança. Resultado pode ser motivado devido ao controle na regressão por outras variáveis, o que não acontece na correlação.

Quanto à correlação entre Incertezas Políticas e Excesso de Retenção de Caixa o sinal negativo contrariou o esperado, pois mostra uma tendência oposta entre as variáveis em anos eleitorais para presidente da república, mas também foi negativa com a variável capital estrangeiro mostrando que em períodos de incerteza a alocação de recursos estrangeiros segue o caminho oposto.

Com nível de significância de 1% a presença de capital do estrangeiro foi negativa em relação ao ERC, mostrando que as duas variáveis se comportam em sentidos opostos, valor esperado no presente trabalho, além disso foi positiva em relação às variáveis Controle, Tamanho e *Capex*, mostrando que aumenta o investimento estrangeiro em grandes empresas na B3 e que estas tendem a alocar esses recursos em projetos de investimento.

Análise parecida pode ser feita com a variável capital do governo que se correlacionou negativamente com o ERC a nível de 1% de significância, mostrando que caminham em direções opostas. Já com Capital Estrangeiro, Tamanho e *Capex* apresentou relação positiva e também significativa a 1%, mostrando alinhamento com o capital estrangeiro e que este direciona-se para grandes empresas com tendência a projetos de investimento.

Os resultados da Tabela 2 confirmam dados da estatística descritiva, principalmente no tocante à baixa presença de capital estrangeiro e público em empresas da B3, pois correlacionam-se significativamente com o tamanho da empresa, que também apresentou baixo nível de participação na amostra, com percentil 75 de 15,96.

TABELA 2: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE PEARSON

	ERC	DPol	DGnc	DInvGov	InvEst	LnTam	Alav	LnCapex
ERC	1,0000							
DPol	- 0,0227***	1,0000						
DGnc	-0,0019	0,0055	1,0000					
DInvGov	-0,1175*	-0,0157	-0,1388*	1,0000				
DInvEst	-0,1181*	-0,0215***	-0,0170	0,2843*	1,0000			
LnTam	-0,0807*	-0,0221***	-0,2174*	0,2669*	0,1977*	1,0000		
Alav	-0,1169*	-0,0140	0,0442*	-0,0116	-0,0213***	- 0,1880*	1,0000	
LnCapex	-0,0463*	-0,0120	-0,2275*	0,2614*	0,1967*	0,8351*	- 0,1983*	1,0000

Fonte: Dados da Pesquisa

Legenda: ERC é o excesso de retenção de caixa representado pelo disponível mais investimento e aplicações CP/Ativo total. DPol variável incertezas políticas. DGnc é a variável nível de Governança. DInvGov é a variável investimento do governo. DInvEst variável investimento estrangeiro. LnTam variável de controle tamanho. Alav variável de controle alavancagem. LnCapex variável de controle Capex.

Nota: *** 10% de significância; ** 5% de significância; * 1% de significância.

4.2 MODELO DE REGRESSÃO

Conforme evidenciado na Tabela 3, todas as variáveis explicativas do modelo foram significativas e tiveram coeficientes com sinal negativo, confirmando dados da matriz de correlação, com nível de significância de 1% para incertezas políticas e investimento estrangeiro, 5% para investimento do governo e 10% para nível de governança.

TABELA 3: COEFICIENTES DO MODELO DE REGRESSÃO

Prob > chi2 = 0.0000			Observações = 6.160			
ERC	Coef.	Erro Pad.	Z	P>z	Mínimo	Máximo
DPol	-0,00890	0,00128	-6,94	0,000*	-0,01142	-0,00639
DGnc	-0,01470	0,00848	-1,73	0,083***	-0,03133	0,00192
DInvGov	-0,01020	0,00451	-2,26	0,024**	-0,01904	-0,00135
DInvEst	-0,01602	0,00438	-3,66	0,000*	-0,02460	-0,00743
LnTam	-0,028445	0,00249	-11,38	0,000*	-0,03334	-0,02354
Alav	-0,02745	0,00553	-4,96	0,000*	-0,03830	-0,01660
LnCapex	0,00666	0,00106	6,25	0,000*	0,00457	0,00875
Constante	0,42032	0,03607	11,65	0,000*	0,34961	0,49102

Fonte: Dados da Pesquisa

Legenda: ERC é o excesso de retenção de caixa representado pelo disponível mais investimento e aplicações CP/Ativo total. DPol variável incertezas políticas. DGnc é a variável nível de Governança. DInvGov é a variável investimento do governo. DInvEst variável investimento estrangeiro. LnTam variável de controle tamanho. Alav variável de controle alavancagem. LnCapex variável de controle Capex.

Nota: *** 10% de significância; ** 5% de significância; * 1% de significância. Prob > chi2 = 0.0000

Para a variável Incerteza Política teve-se o coeficiente negativo e resultado significativo a nível de 1%, mostrando que em anos de eleição para presidente da república as empresas da B3 tendem a possuir baixo ERC, resultado reforçado pela correlação também negativa entre as variáveis. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que muitas empresas da B3 já apresentam um nível diferenciado de governança e com isso mantêm baixo seus níveis de caixa, mesmo em períodos de incertezas políticas, também como as empresas com capital do governo e estrangeiro tendem a distribuir mais dividendos, sendo estes momento excelentes para esta decisão o que também diminuiria o caixa.

Desta forma, a primeira hipótese que relaciona as incertezas políticas e o aumento do excesso de retenção de caixa não se confirmou pois, apesar de ter tido significância no nível de 1%, os resultados mostraram o contrário, indo de encontro aos trabalhos de Chen (2011) e Seifert e Gonenc (2016), que concluíram que a

forma de administração do país tende a influir sobre o resultado de caixa das empresas de forma positiva.

A variável nível de governança, teve coeficiente negativo e resultado significativo a 10%. Interessante notar que a variável nível de governança não teve correlação significativa na matriz de correlação, porém na regressão, com equação controlada com outras variáveis foi significativa. O resultado mostra que as empresas da B3 com baixo nível de governança tendem a possuir maior excesso, e também mostrou no período pesquisado que mais empresas aderiram aos melhores níveis de governança da Bolsa, com presença 1 em todos os três percentis (25, 50 e 75)

Assim, a Hipótese 2 em que quanto menor o nível de governança maior tende a ser o excesso de retenção de caixa confirma-se, o que vem ao encontro de uma série de outros estudos, a exemplo de Nikolov e Whited (2014) e Shin et al. (2018), que relacionam um melhor nível de governança ao menor excesso de caixa. A maior transparência das empresas no trato das informações com a diminuição de assimetria entre os diversos públicos interessados seria um dos motivos que envia ao mercado uma mensagem de boa administração.

Quanto ao investimento do governo no capital das empresas da amostra teve-se sinal negativo, como também o foi na correlação e nível de significância de 5%, mostrando que quanto mais investimento do governo as empresas captam menor seu excesso de retenção de caixa. Observou-se, também, que o investimento público nas empresas da amostra foi concentrado, já que se teve nas observações resultado muito baixos, situados fora do percentil 75, levando-nos a inferir que foram direcionados para as empresas de maior tamanho que também se situaram em um nível baixo de representação na amostra. Essa conclusão pode ser corroborada com

o fato das empresas de maior tamanho possuírem baixo excesso de retenção de caixa e correlacionarem-se positivamente com o investimento do governo.

Confirma-se a hipótese 3, na qual empresas com presença de investimento do governo tendem a possuir menor excesso de retenção de caixa, confirmando outros resultados da literatura existente, como em Chen, Firth e Xu (2009) que mostram uma melhora na governança e baixo nível de caixa quando existe a presença de capital do governo.

Para presença de capital estrangeiro o sinal foi negativo, igualmente a variável capital do governo, com nível de significância maior de 1%. Destaca-se que as empresas que receberam alocação de recursos estrangeiros em seu capital apresentaram menor excesso de retenção de caixa. Observou-se, ainda, uma baixa de presença desses recursos na amostra, só aparecendo a partir do percentil 75, levando a inferir que o capital estrangeiro alocado no país vai em sua grande maioria para outros ativos, a exemplo de títulos do governo, e não para B3, o que é ruim pois a presença estrangeira melhora a governança das empresas.

Com isso, confirma-se a hipótese 4, na qual a presença de investimento estrangeiro diminui o excesso de retenção de caixa das empresas, que pode ser explicado pelo fato do melhor governança das empresas, menor assimetria de informações e maior distribuição de dividendos, indo ao encontro dos estudos de Fang et al (2015) e Shin et al (2018).

Destaca-se ainda que a presença de capital estrangeiro e do governo se correlacionam positivamente o que permite inferir que os estrangeiros acham positivo o governo investir em participações, diminuindo o risco com outros acionistas.

Partindo do ponto que empresas com menor excesso de caixa tendem a possuir maior valor de mercado e serem encaradas pelos investidores como bem administradas, Shin et al. (2018) defendem que as empresas deveriam buscar investimento estrangeiro e do governo, pois esses recursos auxiliam nas decisões dos administradores, que diminuem o excesso de retenção de caixa, e privilegia o acionista, além de buscar melhores padrões de governança que também refletem no nível de caixa.

Capítulo 5

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A forma de administração de valores a serem mantidos em caixa vem sendo estudada na literatura há muito tempo, trata-se de uma variável chave na gestão a partir do momento que pode influenciar o valor da empresa e, mesmo a forma que ela lida com suas operações de investimento, já que pode estar deixando de realizar bons projetos ou mesmo de distribuir resultados aos acionistas, mostrando também para o mercado uma possível assimetria de informações (Shin et al., 2018; Loncan & Caldeira, 2014).

A importância de entender motivos específicos que levam os gestores a acumularem caixa em excesso é importante, pois esses valores podem determinar assimetria de informações e podem gerar perda de valor da companhia, portanto, determinar esses fatores pode trazer para os investidores e outros *stakeholders* uma visão mais clara e ampla sobre a forma de administração da liquidez das empresas tomando com isso melhores decisões.

O objetivo proposto para a presente pesquisa foi investigar se as incertezas políticas verificadas nos anos de eleição para presidente da república, o nível de governança a partir da participação em segmentos diferenciados da bolsa e a presença no capital social da empresa de capital estrangeiro e público, levam os gestores a possuírem excesso de retenção de caixa.

No questionamento da pesquisa, o que se buscou responder com o presente estudo foi se o excesso de retenção de caixa pode ser associado ao

baixo nível de governança, aos períodos eleitorais para presidente da república e à presença de capital estrangeiro ou capital do governo na estrutura de capitais da empresa. Os resultados advindos da pesquisa foram consistentes e responderam de forma positiva à pergunta do trabalho, com as variáveis significativas na relação com o excesso de retenção de caixa, confirmando os resultados obtidos também nas pesquisas de Schin et al. (2018), Kato et al. (2017), Nunes e Medeiros, 2016, Muhamed et al. (2014)

Os resultados empíricos foram significativos para as quatro variáveis, mostrando uma relação entre cada uma e o excesso de retenção de caixa das empresas da amostra, sendo que em anos eleitorais para presidente da república, fraca governança e presença de capital estrangeiro e público explicam o excesso de retenção de caixa, porém só confirmamos três hipóteses levantadas, tendo em vista que, para a variável incerteza políticas, medida pelos anos de eleição para presidente da república foi relevante, porém seu resultado mostrou que empresas, nesse período, diminuem seu excesso de retenção de caixa.

Com isso conclui-se que, se as empresas desejam diminuir seu Excesso de Retenção de Caixa e se colocar em uma posição favorável frente ao mercado devem, buscar capital do Governo e Estrangeiro, além de manter bom nível de governança.

O presente estudo amplia o escopo de variáveis que possam se relacionar à forma de administração da liquidez, especificamente no que leva os administradores a manterem um excesso de retenção de caixa em oposição à alocação desses recursos, além de mostrar às empresas fatores que

precisam ser observados e que diminuem o excesso de caixa trazendo maiores valores de mercado.

Contribuição teórica da pesquisa é o fato de trazer novos fatores que possam influenciar o excesso de retenção de caixa em empresas brasileiras listadas da B3 e como contribuições práticas o fato de ajudar os investidores na alocação de seus investimentos e os gestores das empresas na administração econômico-financeira.

REFERÊNCIAS

- Acharya, V. V., Davydenko, S. A., & Strebulaev, I. A. (August 1, 2012). Cash Holdings and Credit Risk, *Western Finance Association 2008 Meetings Paper*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 123. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=972508> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.972508>.
- Aggarwal, R., Erel, I., Ferreira, M., & Matos, P. (2011). Does governance travel around the world? Evidence from institutional investors. *Journal of Financial Economics*, 100(1), 154-181.
- Akhtar, T., Tareq, M. A., Sakti, M. R. P., & Khan, A. A. (2018). Corporate governance and cash holdings: the way forward. *Qualitative Research in Financial Markets*, 39, 1-12.
- Al-Najjar, B., & Clark, E. (2017). Corporate governance and cash holdings in MENA: Evidence from internal and external governance practices. *Research in International Business and Finance*, 10(2), 152-170.
- Brasil Bolsa Balcão. Segmentos de Listagem. Recuperado de http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobresegmentos-de-listagem/ acesso em 14/08/2018.
- Baum, C. F., Chakraborty, A., Han, L., & Liu, B. (2012). The effects of uncertainty and corporate governance on firms' demand for liquidity. *Applied Economics*, 44(4), 515-525.
- Blanchard, O. J., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (1994). What do firms do with cash windfalls?. *Journal of Financial Economics*, 36(3), 337-360.
- Bradshaw, M., Liao, G., & Ma, M. S. (2019). Agency costs and tax planning when the government is a major shareholder. *Journal of Accounting and Economics*, 67(2-3), 255-277.
- Callen, J. L., Hope, O. K., & Segal, D. (2005). Domestic and foreign earnings, stock return variability, and the impact of investor sophistication. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 377-412.
- Chang, K., & Noorbakhsh, A. (2006). Corporate cash holdings, foreign direct investment, and corporate governance. *Global Finance Journal*, 16(3), 302-316.
- Cunha, M. F. da, Martins, E., & Assaf, A., Neto. (2014). Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. *Revista de Administração*, 49(2), 251-266..

- Chen, G., Firth, M., & Xu, L. (2009). Does the type of ownership control matter? Evidence from China's listed companies. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), 171-181.
- Chen, N. (2011) Securities Laws, Control of Corruption, and Corporate Liquidity: International Evidence. *Corporate Governance: An International Review*, 19 (1), p. 3-24.
- Chen, J. Z., & Shane, P. B. (2014). Changes in cash: persistence and pricing implications. *Journal of Accounting Research*, 52(3), 599-634.
- Costa, D. F., & Carvalho, F. de M. (2016). Relação entre gerenciamento de resultado e governança corporativa: construindo um referencial teórico a partir de uma revisão sistemática da literatura. *ForScience*, 4(1), 20-41. .
- Dahrouge, F. M., & Saito, R. (2013). Políticas de Cash Holdings: Uma Abordagem Dinâmica das Empresas Brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, 11(3), 343-373.
- Desai, M. A., Dyck, A., & Zingales, L. (2007). Theft and taxes. *Journal of financial economics*, 84(3), 591-623.
- Dias, B. P., Nossa, V., & Monte-Mor, D. S. (2018). O investimento público influencia na reeleição? Um estudo empírico nos municípios do estado do Espírito Santo. *Revista de Administração Pública*, 52(5), 880-898.
- Dyreg, S. D., & Lindsey, B. P. (2009). Using financial accounting data to examine the effect of foreign operations located in tax havens and other countries on US multinational firms' tax rates. *Journal of Accounting Research*, 47(5), 1283-1316.
- Drobetz, W., & Grüninger, M. C. (2007). Corporate cash holdings: Evidence from Switzerland. *Financial Markets and Portfolio Management*, 21(3), 293-324.
- Drobetz, W., Grüninger, M. C., & Hirschvogl, S. (2010). Information asymmetry and the value of cash. *Journal of Banking & Finance*, 34(9), 2168-2184.
- Easley, D., & O'hara, M. (2004). Information and the cost of capital. *The journal of finance*, 59(4), 1553-1583.
- Engel, E., Gordon, E. A., & Hayes, R. M. (2002). The roles of performance measures and monitoring in annual governance decisions in entrepreneurial firms. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 485-518.
- Fan, J. P., Wei, K. J., & Xu, X. (2011). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, 17(2), 207-214.

- Fang, V. W., Maffett, M., & Zhang, B. (2015). Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices. *Journal of Accounting Research*, 53(3), 593-631.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C., Blinder, A. S., & Poterba, J. M. (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1988(1), 141-206.
- Ferreira, M. A., & Vilela, A. S. (2004). Why do firms hold cash? Evidence from EMU countries. *European Financial Management*, 10(2), 295-319.
- Frischtak, C. R., Davies, K., & Noronha, J. (2015). O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada. *Revista Econômica*, 17(2), 9-50.
- García-Teruel, P. J., & Martínez-Solano, P. (2008). On the determinants of SME cash holdings: Evidence from Spain. *Journal of Business Finance & Accounting*, 35(1-2), 127-149.
- Gaur, R., & Kaur, R. (2018). Effect of firm-specific and macroeconomic conditions on corporate cash holdings: evidence from FMCG companies in india. *Asia-Pacific Management Accounting Journal*, 13(3), 55-77.
- Graham, J. R., & Harvey, C. R. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of financial economics*, 60(2-3), 187-243.
- Graham, J. R., Hanlon, M., & Shevlin, T. (2011). Real effects of accounting rules: Evidence from multinational firms' investment location and profit repatriation decisions. *Journal of Accounting Research*, 49(1), 137-185.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2017). *Princípios de Administração Financeira*. 7. ed.. São Paulo: Pearson.
- Gotaça, D. de F., Montezano, R. M. da S., & Lameira, V. de J. (2015). Governança corporativa e custos de agência nas empresas com influência governamental. *Sistemas e Gestão*, 10, 408-425.
- Huang, C. J., Liao, T. L., & Chang, Y. S. (2015). Over-investment, the marginal value of cash holdings and corporate governance. *Studies in Economics and Finance*, 32(2), 204-221.
- Harford, J. (1999). Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance*, 54(6), 1969-1997.
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83.

- Kato, K., Li, M., & Skinner, D. J. (2017). Is Japan Really a “Buy”? The Corporate Governance, Cash Holdings and Economic Performance of Japanese Companies. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(3-4), 480-523..
- Keynes, J. M. (1936). *General theory of employment, interest and money*. Palgrave Macmillan.
- Khieu, H. D., & Pyles, M. K. (2012). The influence of a credit rating change on corporate cash holdings and their marginal value. *Financial Review*, 47(2), 351-373.
- 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
- Konraht, J. M., Soutes, D. O., & Alencar, R. C. de (2016). A relação entre a governança corporativa e o alisamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 8(1), 47-62.
- Lee, C. (2002). Telecommunications reforms in Malaysia. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 73(4), 521-540.
- Lester, R. (2019). Made in the U.S.A? A study of firm responses to domestic production incentives. *Journal of Accounting Research*, 57(4), 1059-1114.
- Li, Y., Xu, X., & Gan, W. (2018). Political extraction and corporate cash holdings in China. *Asian-Pacific Economic Literature*, 32(2), 76-94.
- Lim, J., & Lee, S. C. (2019). Relationship Between the Characteristics of CEOs and Excess Cash Holdings of Firms. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1069-1090.
- Liu, X., & Buck, T. 2009. The internationalization strategies of Chinese firms: Lenovo and BOE. *Journal of Chinese Economic and Business Studies*, 7(2): 167–181.
- Loncan, T. R., & Caldeira, J. F. (2014). Estrutura de capital, liquidez de caixa e valor da empresa: estudo de empresas brasileiras cotadas em bolsa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 46-59.
- Maciel, J. V. S., & Camargos, M. A. de (2018). Impacto da alteração do rating soberano no custo de capital de empresas brasileiras, 2005-2015. *Revista Pretexto*, 19(3), 99-118..
- Megginson, W. L., Ullah, B. & Wei, Z. (2014). State ownership, soft-budget constraints, and cash holdings: Evidence from China's privatized firms. *Journal of Banking & Finance*, 48, 276-291.

- Muhamed, A. B., Strätling, R., & Salama, A. (2014). The impact of government investment organizations in Malaysia on the performance of their portfolio companies. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 85(3), 453-473.
- 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.
- Nagar, V., Schoenfeld, J., & Wellman, L. (2019). The effect of economic policy uncertainty on investor information asymmetry and management disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 67(1), 36-57.
- Najid, N.A. and Rahman, R.A. (2011) Government Ownership and Performance of Malaysian Government-Linked Companies. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61, 42-56.
- Nikolov, B., & Whited, T. M. (2014). Agency conflicts and cash: Estimates from a dynamic model. *The Journal of Finance*, 69(5), 1883-1921.
- Nunes, D. M. S., & Medeiros, O. R. de (2016). Incerteza política: Análise do impacto da incerteza política no prêmio de risco. *Revista de Globalização, Competitividade e Governabilidade*, 10(2), 16-32.
- 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.
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134.
- Seifert, B., & Gonenc, H. (2016). Creditor rights, country governance, and corporate cash holdings. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 27(1), 65-90.
- Sharifi, S., Hassanzadeh, R. B., & Nahandi, Y. B. (2013). Investigation of the excess cash holding on value of firms. *European Online Journal of Natural and Social Sciences*, 2(4), 565-571.
- 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.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., Martins, V. A., & Barossi, M., Filho (2016). Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações?. *Revista Base Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 13(3), 248-263.
- Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. (2012). Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 52(2), 543-571.

- Tavares, F., Filho. (2006). Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. (Dissertação de Mestrado). Universidade de São Paulo - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Terzani, S., & Liberatore, G. (2016) Excess cash holdings, investment opportunity and shareholder value: european evidences. *Corporate Ownership & Control*, 14 (1-4), 630-639.
- Tortoli, J. P., & Moraes, M. B. da C. (2016) Fatores de Impacto sobre o Saldo de Caixa: Um Estudo em Empresas Brasileiras Não Financeiras de Capital Aberto. *Revista Brasileira de Finanças*, 14 (1), 125-150.
- Ullah, H., Rehman, S., Saeed, G., & Zeb, A. (2014). Corporate ownership structure and firm excess cash holdings: Evidenced from emerging markets, Pakistan. *Abasyn Journal of Social Sciences*, 7(2), 228-244.
- Uyar, A. (2011). Determinants of corporate reporting on the internet: An analysis of companies listed on the Istanbul Stock Exchange (ISE). *Managerial Auditing Journal*, 27(1), 87-104.
- Uyar, A., & Kuzey, C. (2014). Determinants of corporate cash holdings: evidence from the emerging market of Turkey. *Applied Economics*, 46(9), 1035-1048.
- Wu, W., Yang, Y., & Zhou, S. (2017). Multinational firms and cash holdings: Evidence from China. *Finance Resource Letters*, 20, 184-191.