UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE
RIBEIRÃO PRETO
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E
CONTABILIDADE

THREE ESSAYS ON CASH HOLDINGS AND CORPORATE GOVERNANCE

PhD Candidate: Aviner Augusto Silva Manoel

Supervisor: Prof. Dr. Marcelo Botelho da Costa Moraes

RIBEIRÃO PRETO

2020

Prof. Dr. Vahan Agopyan
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. André Lucirton Costa
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Prof^a. Dr. Fabiano Guasti Lima
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof^a. Dr. Amaury José Rezende
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

AVINER AUGUSTO SILVA MANOEL

THREE ESSAYS ON CASH HOLDINGS AND CORPORATE GOVERNANCE

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para a obtenção do Título de Doutor em Ciências. A versão original está disponível na FEA-RP/USP.

Supervisor: Prof. Dr. Marcelo Botelho da Costa Moraes

RIBEIRÃO PRETO

2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho e seus resultados, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que a fonte e referências sejam devidamente citadas.

Manoel, Aviner Augusto Silva Manoel

Three essays on cash holdings and corporate governance.
Ribeirão Preto, 2020.

110 f.

Tese de Doutorado apresentada à Faculdade de Economia,
Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto – Universidade de
São Paulo.

Área de concentração: Contabilidade Financeira e Finanças.

Orientador: Moraes, Marcelo Botelho da Costa.

1. Cash holdings. 2. Corporate governance. 3. Audit Quality 4. Accounting conservatism. 5. Emerging markets.

FICHA DE APROVAÇÃO

Nome: Manoel, Aviner Augusto Silva

Título: Three essays on cash holdings and corporate governance

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento _____ Assinatura: _____

“When the ears of the student are ready to hear, then cometh the lips to fill them with wisdom.” - The Kybalion

MANOEL, A. A. S. (2020). **Três ensaios sobre o gerenciamento do caixa e governança corporativa**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2020.

RESUMO

Esta tese é constituída por três artigos. No primeiro artigo, analisou-se se a iniciativa de uma bolsa de valores doméstica que criou três listagens de alta governança corporativa de adoção voluntária, além de manter sua listagem tradicional, pode atenuar a capacidade dos gestores de expropriar as reservas de caixa. Como consequência da redução do desvio de caixa em empresas com mecanismos de governança mais fortes, a hipótese de pesquisa é de que os acionistas atribuam um valor mais alto ao caixa das empresas que voluntariamente migrem para a listagem premium. Reformas da legislação societária projetadas para proteger os acionistas minoritários enfrentavam séria oposição política no Brasil. A criação da listagem especial (Nível I, Nível II e Novo Mercado), como um acordo contratual privado, oferece um cenário único para analisar se esses mecanismos podem atenuar a capacidade dos gestores de expropriarem o saldo de caixa às custas do principal. O valor de mercado do caixa é, em última análise, determinado pela forma como os investidores esperam que este recurso seja utilizado. Consistente com a hipótese de pesquisa, verificou-se que os acionistas atribuem um valor mais alto ao caixa nas empresas da listagem premium de governança corporativa em relação às empresas da listagem não premium, *ceteris paribus*. Em suma, essas descobertas são consistentes com a teoria da agência e sugerem que, quando os problemas de agência esperados são maiores, os acionistas identificam os possíveis benefícios privados associados ao caixa e, assim, descontam seu valor. Além disso, as análises demonstram que os investidores valorizam mais o caixa das empresas do segmento de listagem premium (Novo Mercado) com os mais altos padrões, onde as empresas seguem o princípio de “uma ação, um voto”. Esse resultado sugere que o mercado antecipa que os ativos líquidos têm maior probabilidade de uso indevido em empresas de classe dupla e, consequentemente, atribuem um valor menor ao caixa nessas empresas em comparação com empresas de classe única.

No segundo artigo, analisou-se se a qualidade da auditoria, capturada se uma empresa foi auditada por uma Big 4 (Deloitte, Ernst & Young, KPMG, e PricewaterhouseCoopers), afeta o valor que os investidores atribuem às reservas de caixa na América Latina. A literatura sugere que um auditor da Big 4 está associado a uma melhor qualidade dos relatórios financeiros e a demonstrações financeiras mais credíveis que reduzem a assimetria de informação e os problemas das agências. Assim, ao contratar um auditor Big 4, uma empresa está sinalizando ao mercado que as suas demonstrações contábeis são de alta qualidade, o que limita a capacidade dos gerentes de desapropriar o caixa às custas dos acionistas. Nesse sentido, a hipótese de pesquisa deste artigo é que o mercado desconte mais o dinheiro dos clientes não Big 4 em relação aos clientes Big 4, tudo o resto igual. Os resultados obtidos, por outro lado, não apoiam a existência de um prêmio Big 4 em relação ao valor que os acionistas atribuem a um dólar em caixa, rejeitando a hipótese da pesquisa. Além disso, também verificou-se que o valor de mercado do caixa na América Latina é, em média, quase zero e, em alguns países, até negativo. Os investidores não esperam receber todos os benefícios das reservas de caixa em um ambiente em que seus interesses estejam mal protegidos. Consequentemente, antecipando que as reservas de caixa são mais propensas a serem desperdiçadas em países

com baixa proteção aos investidores, então os acionistas descontam substancialmente o valor do caixa nas empresas latino-americanas.

O objetivo do último artigo é lançar luz no papel do conservadorismo contábil na determinação dos níveis de caixa. A literatura sugere que o conservadorismo é um mecanismo de governança que pode aliviar parte dos problemas da agência associados às decisões de investimento dos gestores. Assim, a hipótese de pesquisa é que um maior nível de conservadorismo contábil limita a capacidade dos gestores de abusar do caixa de uma empresa objetivando os seus objetivos privados. Para testar esta hipótese, aproveitou-se do cenário latino-americano. As análises indicam que um maior conservadorismo tem o potencial de trazer benefícios econômicos reais para as organizações, servindo como um mecanismo eficiente que reduz os custos de agência sobre o gerenciamento de caixa, induzindo um uso mais eficiente dos recursos em dinheiro, todos iguais. As análises indicam que um maior conservadorismo tem o potencial de trazer benefícios econômicos reais para as organizações, servindo como um mecanismo eficiente que reduz os custos de agência sobre o gerenciamento de caixa, induzindo um uso mais eficiente dos recursos em dinheiro, todos os demais fatores iguais. Portanto, os resultados obtidos são consistentes com a hipótese, sugerindo que as empresas sob contabilidade mais conservadora têm níveis mais altos de caixa como resultado da redução na apropriação indevida deste ativo.

Palavras-chave: Reservas de caixa; Governança corporativa; Qualidade de auditoria; Conservadorismo Contábil; Mercados emergentes.

MANOEL, A. A. S. (2020). **Three essays on cash holdings and corporate governance**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2020.

ABSTRACT

This thesis consists of three articles. In the first article, we analyze if the initiative of a domestic stock exchange that designed three high-governance listings of voluntary adoption, in addition to maintaining its traditional listing, can mitigate managers' ability to expropriate cash holdings. As a consequence of the reduction in cash improper diversion in firms with stronger governance mechanisms, we hypothesize that shareholders place a higher value to cash in firms that voluntarily commit to the premium listing. Reforms of corporate law designed to protect minority shareholders face serious political opposition in Brazil. The creation of the special listing (Level I, Level II and New Market), as a private contractual arrangement, offers a unique setting to analyze if these mechanisms can mitigate managers ability to expropriate cash holdings at the expense of principal. The market value of cash is ultimately determined by how investors expect cash to be used. Consistent with our hypothesis, we find that shareholders assigns a higher value to cash in firms from the premium listing of corporate governance relative to corporations from the non-premium listing, *ceteris paribus*. In sum, these findings are consistent with agency theory and suggest that when expected agency problems are larger, shareholders identify the potential private benefits attached to cash and, thereby, discount their value. Furthermore, the analyzes show that investors place a higher value to cash in firms from the segment of the premium listing (New Market) with the highest standards, where companies follow the “one share, one vote” principle. This result suggest that the market anticipate that liquid assets are more likely to be misuse at dual-class firms and, consequently, place a lower value on cash in these firms in comparison to single-class companies.

In the second article we analyze whether audit quality, captured by the well-known Big 4/non-Big 4 dichotomy, impacts the value that investors place on cash holdings in Latin America. Previous literature suggest that a Big 4 auditor are associated with improved financial reporting quality and more credible financial statements that reduces information asymmetry and agency problems. Thus, by hiring a Big 4 auditor a company is signaling to the market that financial statements are of high quality, which limits managers' ability to expropriate cash holdings at the expense of shareholders. In this sense, we hypothesize in this research that the market discount more the cash of non-Big 4 clients relative to Big 4 clients, everything else equal. Our results, on the other hand, do not support the existence of a Big 4 premium relative to the value that shareholders assigns to a dollar of cash, thereby rejecting the research hypothesis. Moreover, we also find that the market value of cash in Latin America is, on average, almost zero and in some countries even negative. Investors do not expect to receive the full benefits of cash holdings in an environment where their interests are poorly protected. Consequently, anticipating that cash are more likely to be misspent in countries with poor investor protection, then shareholders substantially discount the value of cash in Latin American companies.

The aim of the last article is to shed light on the role of accounting conservatism in the determination of cash levels. The literature suggest that conservatism is a governance mechanism that can alleviate part of the agency problems associated with

managers' investment decisions. Thus, we hypothesize that greater conservatism limits managers' ability for abusing cash for their private benefits. To test this hypothesis, we use the Latin American setting. The analyzes indicate that greater conservatism has the potential to bring real economic benefits to organizations, serving as an efficient mechanism that reduce agency costs over cash management by inducing a more efficient use of cash holdings, all else equal. Therefore, we find results consistent with our predictions, suggesting that firms under more conservative accounting have higher cash levels as a result of the reduction in cash misappropriation.

Keywords: Cash Holdings; Corporate Governance; Audit Quality; Accounting Conservatism; Emerging Markets.