

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

DENYS MENDES DE PAULA

**Qualidade da informação contábil e as reservas de caixa: evidências do
mercado brasileiro**

São Paulo

2023

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Júnior

Reitor da Universidade de São Paulo

Profa. Dra. Maria Dolores Montoya Diaz

Diretora da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária

Profa. Dra. Mara Jane Contrera Malacrida

Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Renê Coppe Pimentel

Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

DENYS MENDES DE PAULA

Qualidade da informação contábil e as reservas de caixa: evidências do mercado brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências.

Orientador(a): Prof.^(a) Dr.^(a) Renê Coppe Pimentel

Versão Corrigida

(versão original disponível na Biblioteca da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária)

São Paulo

2023

Catálogo na Publicação (CIP)
Ficha Catalográfica com dados inseridos pelo autor

Mendes de Paula, Denys.

Qualidade da informação contábil e as reservas de caixa: evidências do mercado brasileiro / Denys Mendes de Paula. - São Paulo, 2023.
54 p.

Dissertação (Mestrado) - Universidade de São Paulo, 2023.
Orientador: Renê Coppe Pimentel.

1. Reservas de caixa. 2. Qualidade da informação contábil. 3. Determinantes das reservas caixa. 4. Gestão de caixa. I. Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária. II. Título.

Nome: Paula, Denys Mendes de

Título: Qualidade da informação contábil e as reservas de caixa: evidências do mercado brasileiro

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade do Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof(a). Dr(a). Orleans Silva Martins

Instituição: UFPB

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). Marcelo Botelho C. Moraes

Instituição: FEA-RP USP

Julgamento: _____

Prof(a). Dr(a). Tatiana Albanez

Instituição: FEA USP

Julgamento: _____

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador **Renê Coppe Pimentel** por toda paciência, conhecimento, confiança e compreensão durante toda trajetória para realização dessa dissertação.

Aos meus pais **Edegar e Glauca**, por terem me incentivado desde cedo a valorizar a busca pelo conhecimento acima de tudo.

À minha noiva, **Danielle Yaginuma**, que me apoiou incondicionalmente apesar dos inúmeros dias e noites “perdidos” em que estava estudando/pesquisando/escrevendo.

À **Universidade de São Paulo** e à **Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária** por terem me acolhido como aluno do curso de mestrado.

Aos meus **colegas de trabalho**, que me apoiaram nessa decisão e permitiram que eu realizasse esse curso durante horário comercial e durante a semana.

RESUMO

Paula, Denys Mendes de. (2023). Qualidade da informação contábil e as reservas de caixa: evidências do mercado brasileiro (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

As reservas de caixa de uma empresa representam ativos valiosos e estratégicos, que podem influenciar a tomada de decisão presente e futura, assim como alterar o valor de mercado dessa empresa de forma significativa. O ativo mais líquido e de maior mobilidade do balanço de uma empresa é altamente vulnerável a ingerências por parte dos administradores das empresas, administradores que possuem incentivos para utilizá-los em benefício próprio na ausência de controles independentes. Dessa forma, entender quais fatores determinam essas reservas de caixas é tarefa extremamente relevante tanto para academia quanto para o usuário externo das informações contábeis. O presente trabalho procura analisar a relação que a informação contábil tem sobre as reservas de caixa das empresas brasileiras, especificamente se a informação contábil está associada de forma significativa à magnitude das reservas de caixa das empresas brasileiras, inseridas em um mercado de alta assimetria informacional, dificuldades de crédito e alta concentração de capital. Utilizamos uma amostra, obtida por meio da base de dados Economática, composta por empresas brasileiras não financeiras listadas na bolsa de valores durante o período após a obrigação da adoção das IFRSs no Brasil, entre 2010 e 2021. Optamos pela utilização do modelo de regressão com dados em painel com 1.360 observações. Encontramos resultados significativos para a influência da qualidade da informação contábil sobre as reservas de caixa que empresas brasileiras mantêm em seu balanço, indicando que empresas brasileiras com pior qualidade da informação contábil reportada mantêm maiores reservas de caixa, tanto em nossa amostra completa quanto em nosso recorte para empresas que apresentaram lucros no período, reafirmando a influência dessa variável também no mercado brasileiro. Dessa forma, este trabalho contribui com a literatura científica fortalecendo e fornecendo evidências a respeito da influência da qualidade da informação contábil sobre as reservas de caixa no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Reservas de caixa, qualidade da informação contábil, empresas brasileiras não financeiras, determinantes das reservas de caixa, gestão de caixa

ABSTRACT

Paula, Denys Mendes de. (2023). Earnings quality and cash reserves: evidence from the Brazilian market. (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo.

A company's cash reserves represent a strategic and valuable asset, which can influence present and future decision-making, as well as significantly change the company's market value. The most liquid and most mobile asset on a company's balance sheet is highly vulnerable to interference by company managers, who have incentives to use them for their own benefits in the absence of independent controls. Thus, understanding the main determinants of cash reserves is an extremely relevant task, both for academia and for the external user of the accounting information. This paper seeks to analyze the impact that the accounting information has on the cash reserves of Brazilian companies, specifically if the accounting information significantly influences the magnitude of the cash reserves of Brazilian companies, inserted in a market of high informational asymmetry, difficulties of external financing and high concentration of capital. We used a sample, obtained through the Economatica data base, composed of Brazilian non-financial companies listed on the stock exchange during the period after the mandatory IFRSs adoption in Brazil, between 2010 and 2021. We chose to use the panel data regression model with 1,360 observations. We found significant results for the influence of the quality of accounting information on the cash reserves that Brazilian companies keep in their balance sheet, proving that Brazilian companies with worse quality of reported accounting information maintain greater cash reserves, both in our full sample and in our sample for companies that showed profits in the period, reaffirming the influence of this variable also in the Brazilian market. Thus, this work contributes to the scientific literature by strengthening and providing evidence regarding the influence of accounting information on cash reserves in the Brazilian market.

Keywords: cash reserves, earnings quality, non-financial Brazilian companies, determinants of cash reserves, cash management

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Amostra.....	27
Tabela 2 - Distribuição por setor de atividade e por segmento de listagem	27
Tabela 3 - Definição das variáveis - Equação (1)	30
Tabela 4 - Resultados da equação (1) para estimação da magnitude dos accruals.....	31
Tabela 5 - Definição das variáveis da equação (2)	34
Tabela 6 - Teste de Hausman.....	35
Tabela 7 - Estatísticas descritivas das empresas brasileiras com dados do período de 2010 a 2021	36
Tabela 8 - Estatísticas descritivas das empresas brasileiras com dados do período de 2010 a 2021 – quebra por qualidade da informação contábil	37
Tabela 9 - Correlação parcial	37
Tabela 10 - Resultado das regressões – Estimação Robusta para Heterocedasticidade	38
Tabela 11 - Resultado das regressões: empresas com lucros ou prejuízos - Estimação Robusta para Heterocedasticidade	43
Tabela 12 - Resultado das regressões – Estimação Robusta para Heterocedasticidade – Winsor a 1%	46

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	Contextualização e problema de pesquisa	9
1.2	Contribuição	11
2	REFERENCIAL TEÓRICO	13
2.1	Motivos para manutenção de reservas de caixa nas empresas	13
2.2	Qualidade da informação contábil e assimetria informacional	19
2.3	Evidências empíricas relação entre reservas de caixa e informação contábil ..	22
2.4	Cenário brasileiro	24
3	METODOLOGIA	26
3.1	Amostra	26
3.2	Especificação das variáveis	29
3.2.1	Variável dependente: reservas de caixa.....	29
3.2.2	Variáveis independentes	29
3.2.2.1	Variável de interesse: qualidade da informação contábil	29
3.2.2.2	Variáveis de controle	31
3.3	Modelo empírico	34
4	RESULTADOS	35
4.1	Estatísticas descritivas dos dados	35
4.2	Determinantes das reservas de caixa	38
4.3	Determinantes das reservas de caixa para empresas com lucros e prejuízos ...	41
4.4	Testes adicionais – dados winsorizados	44
4.5	Problemas encontrados e sugestões para trabalhos futuros.....	47
5	CONCLUSÕES	47
	REFERÊNCIAS	50

1. Introdução

1.1 Contextualização e problema de pesquisa

Motivadores e determinantes para que a administração da empresa decida aumentar ou diminuir suas reservas de caixa (definido neste trabalho como caixa e equivalentes de caixa) vem sendo debatidos extensivamente há anos, não só na academia, como também pelo mercado (Kim, Mauer & Sherman, 1998; Opler, Pinkowitz, Stulz, & Williamson, 1999; Almeida & Campello, 2005; Acharya, Almeida & Campello, 2007; Bates, Kahle, & Stulz, 2009). A própria manutenção da liquidez da empresa é um dos principais motivadores (Cruz, Kimura & Sobreiro, 2019) uma vez que as reservas de caixa servem como uma das principais fontes de liquidez, que permite que as empresas honrem suas necessidades operacionais periódicas e financiamentos de longo prazo, assim como uma cobertura de riscos. Nesse sentido, Cruz et al. (2019) argumentam que uma vez que as reservas de caixa representam um ativo valioso e estratégico, compreender a política de gestão de caixa é uma questão relevante para o melhor entendimento das decisões de investimento e financiamento e, conseqüentemente, suas implicações para a lucratividade e risco corporativos, valor da empresa, e crescimento econômico.

Utilizar suas reservas de caixa como fonte de financiamento de novos projetos, outro motivador importante, permite à empresa: aproveitar oportunidades de investimento lucrativas (Ferreira & Vilela, 2004), reduzir seus custos (Almeida, Campello & Weisbach, 2004), reduzir sua dívida e servir como recurso durante crises financeiras (Acharya et al., 2007; Campello, Giambona, Graham & Harvey, 2011). Adicionalmente, conforme defendem Myers e Majluf (1984), as empresas tendem a priorizar recursos próprios gerados internamente em detrimento a recursos de terceiros frente às diversas opções de financiamento.

As reservas de caixa também podem estar conectadas a gestão de risco: o caixa pode ser utilizado como redutor da volatilidade dos fluxos de caixa da empresa (Acharya et al., 2007). Finalmente, as reservas de caixa também estão relacionadas a assimetria informacional entre usuários externos e internos das demonstrações financeiras (Jensen, 1986).

Em relação a assimetria informacional existente entre gestores e acionistas ou membros do mercado, externos a empresa, Jensen (1986) aponta para os incentivos que gestores possuem em manter maiores reservas de caixa no balanço, ao invés de redistribuir esse caixa para os acionistas, caso a empresa não possua boas oportunidades de investimentos assim como uma

baixa governança corporativa implementada. Trata-se de uma forma que os gestores dessas empresas possuem para aumentarem seu poder, pois terão em seu controle um ativo total maior, uma maior discricionariedade para usá-lo, afinal esses gestores estão administrando empresas com menores proteções ao acionista visto a baixa governança corporativa, e potencialmente uma menor exposição ao risco de descapitalização.

Nesse sentido, Pinkowitz, Stulz e Williamson (2003) e Dittmar e Mahrt-Smith (2007), baseados na premissa de que a assimetria informacional possui influência significativa sobre o caixa, corroboraram o estudo de Jensen (1986) e encontram também evidências comprovando que a assimetria informacional não só influencia a tendência de aumento da magnitude das reservas de caixa, como diminui o valor delas, ou seja, para cada dólar incluído as reservas de caixa da empresa, em função dessa assimetria informacional, o acréscimo ao valor de mercado da empresa tenderá a ser menor que 1 dólar. Pinkowitz, Stulz e Williamson (2006) demonstram também que em países com maior assimetria informacional a distribuição de dividendos é mais valorizada em comparação a países com menor assimetria informacional.

Dada essa influência da assimetria informacional sobre as reservas de caixa, a literatura financeira e contábil se debruçou, nos últimos anos, sobre outros possíveis influenciadores das reservas de caixa das empresas, que antes não eram vistos como centrais. Um deles, e tema central deste trabalho, é a conexão entre a qualidade da informação contábil reportada por uma empresa, em suas demonstrações financeiras, e suas reservas de caixa. Esse *link* só é possível dado o contexto científico que conecta a assimetria informacional de uma empresa com a qualidade da informação contábil por ela apresentada em suas demonstrações financeiras, e a influência significativa que a assimetria informacional possui sobre o caixa das empresas. Visto que a assimetria informacional possui influência significativa tanto sobre o caixa quanto a qualidade da informação contábil, a academia procurou verificar se encontraria influência significativa direta da qualidade da informação contábil sobre o caixa.

Especificamente, Dechow e Schrand (2010) definem alta qualidade da informação contábil como: a fiel representação das características fundamentais que uma empresa possui para gerar lucros, relevantes para o tomador de decisão. Portanto, a qualidade da informação contábil reside na capacidade de os números reportados nas demonstrações financeiras representarem o processo que leva essa empresa a gerar lucros (ou prejuízos) de forma fidedigna. Por outro lado, caso esses números reportados não transmitam de forma fidedigna a geração de lucros do exercício, podemos utilizar como exemplo uma empresa com diversos

accruals discricionários inseridos por seu administrador com o intuito de gerenciar esse resultado, pior a qualidade da informação contábil. Assim, Dechow e Schrand (2010) também defendem e demonstram que a qualidade da informação contábil está negativamente relacionada a assimetria informacional.

Dessa forma, é possível esperar que maior a qualidade da informação contábil está associada a menor assimetria informacional observada em uma entidade. Consequentemente, menor assimetria informacional, menor tende a ser da magnitude das reservas de caixa (Farinha, Mateus & Soares, 2018).

Portanto, a relação entre a assimetria informacional e a qualidade da informação contábil possibilitou que muitos autores, em anos recentes, como García-Teruel, Martínez-Solano e Sánchez-Ballesta (2009), Sun, Rahman e Yung (2012), Mansali, Jemai e Derouiche (2019), Farinha et al. (2018), Greiner (2017), Manoel e Moraes (2019, 2022a, 2022b) e Chada e Varadharajan (2023), teorizassem e procurassem evidências empíricas de que a qualidade da informação contábil reportada poderia estar relacionada às reservas de caixa das empresas. Tais estudos expandiram a literatura e encontraram resultados relevantes que sugerem a existência de relações estatisticamente significantes entre a qualidade da informação contábil e as reservas de caixa. Tais resultados instigam estudos adicionais sobre o tema em situações, metodologias ou em ambientes diversos, e motivam o desenvolvimento do presente estudo.

Dessa forma, o presente trabalho tem como objetivo analisar se a qualidade da informação contábil está associada ao nível das reservas de caixa em empresas brasileiras não-financeiras listadas na B3 durante o período de 2010 a 2021. Especificamente o estudo é realizado no do mercado brasileiro, caracterizado como um mercado de capitais menor, e com maior assimetria informacional, quando comparado ao americano ou europeu, onde a maioria dos estudos é realizada. Dessa forma, os resultados deste trabalho podem contribuir para consolidar ou refutar os achados anteriores, em um ambiente caracterizado com fortemente volátil e com baixo nível *enforcement* legal quando comparado a outros mercados.

1.2 Contribuição

Como apresentado, os determinantes das reservas de caixa vem sendo estudado por diversos pesquisadores no mundo todo (Farinha et al. 2018; Bates et al. 2009; Acharya et al. 2007; Dittmar et al. 2007), e como consequência, se desenvolvendo constantemente. Um dos mais recentes avanços nessa área de pesquisa, especialmente nos últimos dez anos, foi a

identificação da informação contábil apresentada como determinante dessas reservas (Sun et al., 2012).

No entanto, a maioria dos trabalhos levantados nesse trabalho que buscaram analisar o tema, focaram seus estudos em mercados como o americano e o de países europeus. Mercados menores, menor nível de proteção ao acionista, e conseqüentemente maior assimetria informacional, ainda possuem limitado número de trabalhos sobre o assunto. Não pudemos localizar trabalhos desenvolvidos no Brasil, por exemplo, que procurem identificar especificamente se a relação entre *earnings quality* e *cash holdings* se repetem em nosso mercado. Uma análise sobre o tema, realizado em um mercado pouco desenvolvido como o brasileiro, fortaleceria a teoria sobre o tema, independentemente do resultado obtido, adicionando a conversa já iniciada e trazendo novos *insights* sobre a influência entre esses dois fatores e possivelmente comprovando que essa relação se mantém em outros mercados, menores e com baixos níveis de proteção ao acionista.

Alguns autores como Dittmar, Mahrt-Smith e Servaes (2003) estudaram o tema sob a perspectiva da assimetria informacional em diversos países, incluindo o Brasil. Outros autores como Manoel, Moraes, Nagano, e Sobreiro (2018) e Manoel (2016) estudaram o tema também sob a perspectiva da influência da governança corporativa, especificamente no Brasil, mas até onde sabemos não existem trabalhos locais que procuraram observar se a qualidade da informação contábil é fator determinante para as reservas de caixa em nosso mercado. A exceção é Manoel e Moraes (2022a) e Manoel e Moraes (2022b) que analisam a relação entre o conservadorismo contábil, uma das medidas de qualidade da informação contábil, na determinação no nível de caixa das empresas da América Latina e no valor de mercado do caixa no Brasil, respectivamente. No entanto, diferentemente do estudo de Manoel e Moraes (2022a, 2022b) que analisam a tempestividade do reconhecimento de ganhos e perdas de *accruals* não realizados, medidas de conservadorismo contábil, o presente estudo analisa a variabilidade e magnitude dos *accruals*.

Como mercado emergente, o contexto brasileiro difere muito do contexto da maioria dos trabalhos encontrados na literatura, especificamente em países europeus e nos Estados Unidos, países estudados na vasta maioria dos trabalhos acadêmicos sobre o tema. Presença de uma fraca governança corporativa, mercado acionário pouco desenvolvido, problemas de acesso a financiamento externo, alta concentração de capital, altas taxas de juros históricas (que

apresentaram queda significativa nos últimos três anos), dentre outros fatores, podem vir a influenciar os resultados encontrados.

Dessa forma, esse estudo procura contribuir com a literatura mais recente sobre o tema, fornecendo resultados empíricos centrados na bolsa de valores do país, e conversando com trabalhos realizados em outros países. Os resultados obtidos podem vir a fortalecer a teoria científica a respeito dos fatores determinantes das reservas de caixa. Além disso, o usuário da informação financeira, sejam eles acionistas ou credores, poderão se beneficiar dos resultados encontrados, visto que, encontrada relação significativa entre a qualidade da informação contábil de uma empresa e suas reservas de caixa, o usuário poderá interpretar com novas ferramentas o aumento ou queda dessas reservas de caixa apresentadas e tomar decisões mais acertadas.

Vamos analisar se fatores locais, em um contexto de desenvolvimento e alta assimetria informacional, muito diferentes da realidade dos mercados analisados na grande maioria dos estudos sobre o tema (em especial os Estados Unidos e Europa), impactarão de alguma forma os resultados encontrados, de que forma impactam (se impactarem), contribuindo para construção de conhecimento e estendendo os avanços teóricos sobre esse tema tão recente na literatura acadêmica, além de fornecerem novas ferramentas para tomada de decisão dos usuários das demonstrações financeiras.

2. Referencial teórico

2.1 Motivos para manutenção de reservas de caixa nas empresas

Em linha com Bates et al. (2009), separamos em quatro os principais motivadores centrais para que uma empresa decida manter reservas de caixa em seu balanço: motivos operacionais, motivos precaucionais, tributação e os motivos ligados a teoria de agência. Em seguida iremos abordar brevemente cada um deles e aprofundar mais nos motivos ligados a teoria da agência, que mais nos interessam neste trabalho:

- Motivadores operacionais:

O modelo de *trade-off* clássico defende que a empresa, frente às suas necessidades de caixa, irá analisar os benefícios e prejuízos de manter reservas de caixa paradas em seu balanço. Uma empresa precisa de caixa para arcar com seus passivos de curto prazo, para isso ela pode transformar ativos ilíquidos em caixa ou pode manter alguma reserva mínima para arcar com

esses compromissos. Como existem custos de conversão de ativos ilíquidos em ativos líquidos, assim como um intervalo de tempo mínimo a depender do ativo sendo convertido, muitos autores procuraram encontrar qual forma de calcular a reserva ideal de caixa que uma empresa deveria manter para minimizar seus prejuízos.

Miller e Orr (1966) desenvolveram um modelo que procura auxiliar na determinação dessa reserva de caixa ideal para empresas que apresentam incertezas em seus fluxos de caixas de entrada e saída. Empresas com maiores necessidades de caixa incorreriam em um desconto nos custos de conversão (economia de escala) de ativos ilíquidos para caixa, caso suas necessidades ultrapassassem os limites apresentados nesse modelo. Dessa forma, empresas maiores tenderiam a manter menores reservas de caixa, quando comparadas a empresas menores.

Essa economia de escala é apresentada em diversos trabalhos, dentre eles o de Mulligan (1997), que analisa 12,000 empresas em 31 anos de intervalo. Os resultados encontrados pelo autor comprovam que empresas maiores tendem a manter menores reservas em percentagem de vendas comparadas a empresas menores, o que está em linha com a economia de escala dessas grandes empresas, caso precisem de grandes quantidades de caixa em algum momento.

De acordo com o motivador operacional, portanto, as reservas de caixa de uma empresa estariam diretamente relacionadas às suas necessidades operacionais de caixa. Influências que não o tamanho da empresa (economia de escala) e suas necessidades financeiras, ocupariam posição secundária na determinação das reservas caixa.

- Motivadores de precaução:

De acordo com o modelo da precaução, empresas com grandes oportunidades de crescimento, com atividades mais arriscadas, e empresas menores, tendem a manter maiores reservas de caixa em comparação a outras empresas. Outros fatores, como o maior acesso a fontes de capital externo (usualmente empresas maiores), e empresas com ratings de crédito, tenderiam a manter menores reservas de caixa.

O estudo de Opler et al. (1999) encontra resultados significativos em linha com a teoria: no trabalho realizado pelos autores, as empresas tendem a manter ativos líquidos em seus balanços para garantirem suas necessidades de caixa, caso seus fluxos de caixa apresentem riscos muito elevados ou não venham a se realizar. Os autores concluem em seu trabalho que,

dada a oportunidade, a administração da empresa irá acumular caixa, incentivados por esse motivo de precaução contra necessidades futuras.

Almeida e Campello (2007) analisam se as empresas com restrições financeiras são mais sensíveis a seus fluxos de caixa, ou seja, verificam se empresas com essas restrições tendem a manter mais caixa gerado por seus fluxos, em contraste a empresas sem ou com menores restrições financeiras e encontram resultados positivos para sua hipótese.

Para os autores a questão da restrição financeira pode ser identificada a partir da tangibilidade de seus ativos, quanto maior a tangibilidade do balanço de uma empresa hipotética menores suas restrições financeiras, uma vez que esses ativos podem ser utilizados e são vistos como ativos garantias. Dessa forma, quanto mais ativos tangíveis a empresa possuir maiores as facilidades de obtenção de financiamentos, dado o efeito multiplicador de crédito. Por isso essa empresa teria menor necessidade imediata de suas reservas de caixa, e por consequência mantém menores reservas.

O contrário também é verdadeiro, quanto maiores as restrições financeiras de uma empresa, maiores suas necessidades de caixa próprio, uma vez que terá dificuldade em captar recursos externos. Dessa forma a tendência dessa empresa é de manter maiores reservas de caixa em seu balanço.

Acharya et al. (2007) estendem os resultados encontrados no estudo anterior sobre empresas com restrições financeiras. Analisam se o caixa de uma empresa pode ser entendido como débito negativo, como defende a teoria clássica, ou se isso não se confirma em todos os casos. Os resultados encontrados no estudo apontam para uma diferença significativa de preferência entre empresas com altas ou baixas restrições financeiras. Para as primeiras, a tendência é acumular reservas de caixa ao invés de diminuir seus passivos, tendência observada no segundo grupo de empresas. Esse resultado nos informa da diferença entre caixa e um 'passivo negativo': para essas empresas com restrições, os custos de captação externos são maiores, de forma que preferem manter maiores reservas de caixa como precaução para eventuais necessidades futuras, a diminuir suas obrigações presentes.

Um dos motivadores mais óbvios que podemos imaginar para uma empresa manter reservas de caixa em seu balanço, debaixo da teoria da precaução, abordado por Bates et al. (2009), é o de que essas reservas podem servir como *buffer* para eventuais crises financeiras de mercado e fluxos de caixa arriscados. No trabalho, os autores encontraram resultados indicando

que as reservas de caixa de empresas americanas com fluxos menos arriscados cresceram menos que 50% em comparação a empresas americanas com fluxos mais arriscados, que cresceram mais de 300% no mesmo período. De acordo com os autores, o incentivo precaucional foi o determinante crítico para explicar essa demanda por caixa.

- Tributação:

Outro motivo para manutenção de caixa no balanço das empresas, analisado pela literatura, é seu o custo tributário. Empresas multinacionais se veem frente ao dilema e aos custos de repatriar o caixa gerado por suas subsidiárias em outros países constantemente. Foley, Hartzell, Titman, e Twite (2007) analisaram se esses custos tributários explicariam em parte as reservas de caixa mantidas por empresas americanas com presença em outros países.

De fato, o trabalho dos autores conclui que empresas multinacionais que incorreriam em grandes somas tributárias para repatriar essas reservas possuem maiores reservas em seus balanços consolidados. Além disso, afiliadas em países com tarifas tributárias menores, mantêm maiores reservas em comparação às outras afiliadas da empresa. Vale ressaltar que os resultados encontrados não foram observados em empresas com restrições financeiras, podendo-se então, teorizar que nesses casos o motivo precaucional impacta mais fortemente a decisão dessas multinacionais em repatriar ou não essas reservas de caixa.

- Teoria da agência

O debate sobre governança corporativa tem grande importância e relevância, não só para a academia, mas também para o mercado. Uma de suas principais funções é a busca por minimizar ou controlar os principais efeitos do conflito de interesses entre as partes interessadas em uma empresa, conflitos esses que surgem não só pelos interesses distintos de cada uma das partes, mas também pela assimetria informacional presente em menor ou maior grau, a depender do nível de governança implementado na empresa; esse conflito foi bem examinado por Jensen e Meckling (1976), no que chamam de custos de agência:

O equivalente em dólares da redução do bem-estar experimentado pelo principal devido a essa divergência também é um custo do relacionamento de agência, e nos referimos a esse último custo como a “perda residual”. Definimos custos de agência como a soma de: (1) os gastos de monitoramento pelo principal, (2) os gastos de vinculação pelo agente, (3) a perda residual. (Jensen & Meckling, 1976, p. 308).

Jensen (1986), dez anos após o trabalho citado acima, publicou artigo que se tornou referencial para a teoria do fluxo de caixa livre defendendo que administradores possuem

incentivos para manter as reservas de caixa dentro da empresa, ao invés de redistribuí-las. Mantendo o caixa dentro da empresa, esses administradores inflam seu poder, pois estão aumentando a quantidade de recursos sob seu comando, mesmo que esses recursos estejam sendo usados de formas ineficientes. Ao invés de utilizarem esses recursos excedentes para distribuição de dividendos, por exemplo, os gestores tenderiam a manter esses recursos internalizados em investimentos com um baixo retorno evitando assim diminuir o tamanho do balanço sob sua tutela, em detrimento do investidor. O autor também demonstra que esse aumento no balanço da empresa também está relacionado a uma mudança positiva na compensação do administrador, em muitos casos.

Dessa forma, para Jensen (1986) os gestores de empresas com fluxos de caixa livres possuem interesses conflitantes com os acionistas, agindo em interesse próprio e utilizando esses recursos livres para investirem em projetos com baixo retorno, gerenciamento de resultados ou gratificações. O excesso de caixa também pode vir a aumentar as ineficiências operacionais da empresa, o controle de custos, melhoria de margem e aumento de resultados.

Portanto, existe um forte incentivo para os administradores aumentarem as suas reservas de caixa, ou gastarem essas reservas em ineficiências organizacionais e investir em projetos que não trarão retorno condizente com o mercado, ao invés de redistribuir esse caixa para os acionistas, especialmente em empresas com fraca ou ausente governança corporativa que questione as decisões gerenciais. A implementação de governança corporativa forte (minimizando os efeitos da assimetria entre gestores e usuários externos) deveria diminuir o nível de fluxos de caixa livres (uma vez que estes fluxos podem levar a ineficiências gerenciais indesejadas pelos acionistas da empresa) pois colocaria em cheque decisões gerenciais com pouco sentido financeiro e influenciaria o gestor a utilizar estas reservas em projetos mais rentáveis ou mesmo distribuí-los na forma de dividendos.

Dittmar et al. (2003) defendem que o problema de agência é um dos principais determinantes para explicar as reservas de caixa de uma empresa. Comparando mais de 11,000 empresas de 45 países com diversos níveis de proteção ao acionista, os autores encontraram maiores reservas de caixa em empresas localizadas nos países onde esses acionistas possuíam menores proteções (baixa governança). Ao mesmo tempo, outros determinantes de caixa perderam importância frente ao problema de agência em países com piores proteções aos acionistas, o que reforça a conclusão dos autores sobre a relevância do problema de agência na quantidade de reservas de caixa mantida pela empresa.

Expandindo seu trabalho de 2003, Dittmar et al. (2007) analisaram o impacto da governança corporativa no valor de mercado das empresas através das suas reservas de caixa. Em seu trabalho, os autores encontram evidências empíricas demonstrando que em empresas com menor governança corporativa, o valor de \$1 em seu balanço não se traduz em \$1 em valor de firma para o mercado (o valor é consideravelmente menor). Também encontram evidências que sugerem que empresas com pior governança corporativa tendem a gastar suas reservas de caixa com maior rapidez, e em investimentos com menor retorno, comparado a empresas com melhor governança corporativa.

Um ano antes, Pinkowitz et al. (2006) publicaram artigo apresentando uma hipótese semelhante, de que acionistas valorizariam menos as reservas de caixa em empresas localizadas em países com baixas proteções aos acionistas, e valorizariam mais dividendos nesses mesmos países. Os autores utilizaram uma amostra contando empresas de 35 países diferentes e com recorte temporal de 11 anos. O trabalho encontrou fortes evidências suportando as hipóteses levantadas.

Harford et al. (2008) analisam a hipótese em empresas americanas, e encontram resultados interessantes. As empresas americanas com menores graus de governança corporativa apresentaram baixas reservas de caixa, o que parece ir no sentido contrário ao apresentado até aqui. De acordo com os autores, comparado a outros países, mesmo as empresas com baixa governança devem obedecer a diversas leis que protegem os acionistas no mercado americano, e mesmo nessas empresas, os administradores não estão tão entrincheirados em seus cargos, quando comparados a empresas de outros países.

Dessa forma, os autores concluem que essas empresas também possuem incentivos para manter maiores reservas de caixa, mas seus administradores utilizam essas reservas rapidamente, mesmo que esses gastos destruam valor para os acionistas, dados os incentivos para tais gastos (aumentos de compensações após aquisições – Harford e Li, 2007) e potenciais penalidades por acúmulo de caixa no mercado americano.

Ferreira e Vilela (2004), analisando empresas na União Europeia, encontram resultados similares e em linha com Dittmar et al. (2007) de que empresas em países com maior e melhor proteção ao investidor tendem a manter reservas de caixa menores, quando comparadas a empresas em países com menores proteções ao investidor.

Portanto literatura vem construindo e demonstrando através de resultados empíricos a importância que a governança corporativa tem como determinante dos níveis de caixa das empresas, em todo mundo, uma vez que criam diversas regras que buscam minimizar os efeitos adversos aos acionistas inerentes da assimetria informacional entre gestores e usuários externos a empresa.

Dado que a governança corporativa da empresa busca diminuir essa assimetria informacional, e dado que a própria implementação da governança corporativa possui impacto significativo nas reservas de caixa das empresas, podemos inferir a conexão entre reservas de caixa da empresa e a sua influência sobre a assimetria informacional entre gestores e usuários externos.

Dito isto, vamos analisar em seguida a literatura acadêmica a respeito da qualidade da informação contábil e como ela se conecta a assimetria informacional, portanto influenciando as reservas de caixa da empresa, ponto central de nosso trabalho.

2.2 Qualidade da informação contábil e Assimetria informacional

Dechow et al. (2010) realizaram um extensivo levantamento bibliográfico a respeito do tema. Os autores definem em seu trabalho qualidade da informação contábil como:

Ganhos de maior qualidade representam com mais fidelidade as características do processo de ganhos fundamentais da empresa que são relevantes para uma decisão específica tomada por um tomador de decisão específico. Nossa definição implica que o termo “qualidade do lucro” não tem sentido sem especificar o contexto da decisão, porque as características relevantes do processo de lucro fundamental da empresa diferem entre as decisões e os tomadores de decisão. (Dechow et al., 2010, p.4).

Um dos principais aspectos apontados pelos autores a respeito de sua definição para qualidade da informação contábil é o da importância de que esse número esteja transmitindo uma informação relevante/informativa a respeito da performance financeira da empresa, e sua relevância para o leitor dessa informação.

De acordo com o levantamento realizado por Dechow et al. (2010), um dos principais fatores que apontariam para uma piora na qualidade da informação contábil ou uma queda em sua força informacional, é o da magnitude dos *accruals* presentes nela. Quanto maior a parcela de *accruals* presentes, pior a qualidade da informação contábil, pois ela pior representaria componentes persistentes dessa informação para o usuário da informação financeira. Portanto,

essa informação contábil passa a ser menos relevante, em contraste a uma informação composta predominantemente por fluxos de caixa.

Sem entrarmos no mérito do gerenciamento de lucros que a administração poderia incorrer para procurar solucionar o problema (de que o mercado enxerga em sua contabilidade uma informação menos relevante), uma das formas a disposição do gestor para combater essa assimetria informacional, criada por uma informação contábil menos relevante, seria o de acumular maiores reservas de caixa como forma de sinalizar para o mercado uma imagem de estabilidade ou mesmo de baixo risco (Farinha et al., 2018). Outra justificativa para esse acúmulo de caixa é o da diminuição da dependência de capital externo, atrelado a custos de captação maiores em decorrência da alta assimetria informacional, decorrente da baixa qualidade da informação contábil (Battacharya, Daouk & Welker, 2003).

Observamos na literatura (Dechow et al., 2010) que a qualidade da informação contábil está negativamente relacionada a assimetria informacional entre usuário e preparador das demonstrações financeiras, ou seja, quanto menor a qualidade da informação contábil apresentada, ou quanto maior a magnitude dos *accruals* presentes na informação contábil, maior assimetria informacional, ou menor a relevância dessa informação para o usuário.

Relembrando, também observamos na literatura apresentada, o relacionamento positivo entre as reservas de caixa e assimetria informacional: Jensen (1986) defende que gestores possuem incentivos para manter maiores reservas ao invés de distribuí-las, e que esses incentivos são especialmente fortes em empresa com baixa governança. Dittmar et al. (2003), Ferreira e Vilela (2004), Ozkan e Ozkan (2004) analisam o impacto que a governança corporativa tem sobre as reservas de empresas, e encontram resultados comprovando essa relação direta. Dittmar et al. (2007) e Pinkowitz et al. (2006) analisam o valor dessas reservas em ambientes de baixa governança, e encontram um desconto de valor dessas reservas devido a essa assimetria.

Portanto, quanto maior a assimetria informacional apresentada entre usuário e preparador, maior a expectativa de que as reservas de caixa da empresa estejam acima da média observada no mercado.

Outros autores como Battacharya et al. (2003) e Francis, LaFond, Olsson e Schipper (2005), apontam para a assimetria informacional como um importante componente do custo de

capital, custo que pode ser reduzido por uma boa informação contábil reportada para o usuário externo.

Portanto, quando a qualidade da informação contábil é baixa, a assimetria informacional presente é alta, e a empresa pode se ver frente a captações externas com custos extremamente altos por consequência. Dessa forma, essa empresa irá preferir manter maiores reservas de caixa como forma de contrabalancear esse alto custo de captação. Essa teoria está totalmente em linha com a teoria de *pecking order* de Myers e Majluf (1984). Outra hipótese é a de que, frente a uma percepção por parte do mercado de alta assimetria, a empresa busque combater essa percepção através do aumento de suas reservas de caixa, procurando apresentar para o usuário externo uma situação financeira mais confortável (Farinha et al., 2018).

Dessa forma, a hipótese de pesquisa do presente estudo será:

H1: a qualidade da informação contábil está relacionada diretamente e negativamente as reservas de caixa das empresas brasileiras.

Adicionalmente, decidimos acrescentar outra hipótese de pesquisa a nosso trabalho, a fim de observarmos se o comportamento dessas empresas, e por consequência, os resultados encontrados se repetem para empresas com lucros ou prejuízos em suas demonstrações.

Vários fatores podem influenciar uma empresa com prejuízos a não se comportar da mesma forma, quando falamos sobre as reservas de caixa, que uma empresa com lucros. Uma empresa com prejuízos pode encontrar dificuldades para se financiar, tendo que usar suas reservas para arcar com os custos financeiros de sua operação. Esse prejuízo pode também impactar em alguma métrica contábil e acabar influenciando na quebra de alguma cláusula contratual criando a necessidade de se pagar antecipadamente financiamentos de longo prazo, diminuindo suas reservas de caixa.

Essas situações adversas podem vir a enfraquecer o peso da influência da qualidade da informação contábil sobre as reservas de caixa de uma empresa, dessa forma impactando os resultados obtidos. Autores como Farinha et al. (2018) encontraram resultados que corroboram essa diminuição da importância da qualidade da informação contábil. Rodando as regressões para ambos mercados acionários britânicos os autores encontraram resultados significativos apenas em empresas que apresentaram lucros, as amostras com recorte de empresas com prejuízos não apresentaram resultados significativos.

Dessa forma, como hipótese complementar a nossa hipótese I, temos a seguinte hipótese de pesquisa:

H2: a relação entre a qualidade da informação contábil e as reservas de caixa não é significativa para empresas que apresentam prejuízos em suas demonstrações financeiras

2.3 Evidências Empíricas da Relação entre Reservas de Caixa e Informação Contábil

Como apontamos, alguns autores já realizaram estudos e encontraram evidências empíricas da relação direta entre a qualidade da informação contábil e as reservas de caixa das empresas observadas, em linha com nossa hipótese. Uma das maiores diferenças entre os trabalhos é justamente a amostra, pois se concentram em países específicos, em sua maioria nos Estados Unidos ou Europa.

Dentre os trabalhos realizados, podemos citar Sun et al. (2012), que utilizaram uma amostra de empresas americanas entre os anos de 1980 e 2005 e encontraram resultados significativos, demonstrando uma relação direta entre uma informação contábil pobre e um impacto negativo no valor das reservas de caixa (em linha com Dittmar et al., 2007), assim como um impacto positivo na magnitude dessas reservas, ou seja, quanto pior a qualidade da informação contábil reportada por uma empresa, a tendência esperada é que essa entidade apresente um aumento em suas reservas de caixa, mas que o valor de mercado dessa empresa não aumente na mesma proporção do aumento de caixa. Esses resultados estão em linha com nossa hipótese de pesquisa.

Focados nas empresas listadas nas bolsas de valores, Main e AIM do Reino Unido Farinha et al. (2018) examinaram mais de 9000 dados de empresas listadas nessas bolsas durante os anos de 1998 e 2015. Em linha com o esperado pelos autores e com nossa hipótese, encontram que a qualidade da informação contábil é importante determinante das reservas de caixa das empresas analisadas, ou seja, quanto menor foi a relevância da informação reportada na amostra, maior a dificuldade em obter financiamento externo e, portanto, maior o acúmulo de caixa para necessidades financeiras futuras.

Já García-Teruel et al. (2009), focaram sua análise nas empresas listadas na bolsa de valores espanhola, entre os anos de 1995 e 2001. Em linha com os demais estudos apresentados acima, os autores encontraram resultados comprovando que, para as empresas analisadas, uma

boa qualidade da informação contábil manteve as reservas de caixa dessas empresas baixas em comparação a empresas com baixa qualidade da informação contábil.

Utilizando uma amostra de empresas francesas entre os anos de 2000 a 2015, Mansali et al. (2019) também encontraram resultados em linha com nossa hipótese, um relacionamento direto entre a qualidade da informação contábil e as reservas de caixa dessas empresas. De acordo com os autores, essas empresas tenderiam a aumentar suas reservas na presença da assimetria informacional, gerada principalmente pela pobre informação contábil apresentada.

Outro fator importante ressaltado pelos autores foi o de que os resultados encontrados foram mais pronunciados em firmas com restrições financeiras, em linha com o esperado (Almeida et al., 2004): que empresas com maiores restrições financeiras sejam as mesmas empresas que apresentem maiores assimetrias informacionais. Será interessante comparar esse resultado em empresas francesas, com nossas empresas brasileiras, já que de acordo com nossa literatura (Artica et al., 2019), o financiamento via BNDES pode exercer um certo enfraquecimento sobre a força que restrições financeiras possuem como determinantes de caixa.

Greiner (2017), utilizando uma amostra de empresas americanas durante os anos de 1987 e 2014, procura identificar se empresas em que administradores procuraram aumentar agressivamente os lucros reportados através de cortes discricionários apresentaram também mudanças associadas a esses cortes em suas reservas de caixa.

O autor identifica que, em empresas onde se observou esse aumento agressivo, também se observou um aumento nas reservas de caixa, corroborando sua hipótese de associação entre aumento agressivo, e por extensão, baixa qualidade da informação contábil, e as reservas de caixa da empresa, muito em linha com o apresentado por Dechow et al. (2010). Greiner (2017) aponta também que a relação encontrada é mais forte em empresas com governança corporativa fraca, ambiente onde a gestão tem em teoria maior liberdade para utilizar o fluxo de caixa livre de forma egoísta (beneficiando a si próprio em detrimento ao acionista) em linha com a teoria do fluxo de caixa livre de Jensen (1986).

No Brasil, Manoel e Moraes (2018) analisam e encontram evidências de que a adoção do IFRS, assumida ser de melhor qualidade em relação à norma local existente, reduziu o percentual de caixa da empresa listadas, indicando, assim, uma redução nos níveis médios de caixa após a adoção do IFRS no Brasil.

Já no contexto latino-americano, incluindo o mercado brasileiro (além de Argentina, Chile, México e Peru), Manoel e Moraes (2022a), analisando a relação entre o conservadorismo contábil, uma das medidas de qualidade da informação contábil, e a determinação no nível de caixa das empresas, documentam evidências significativas de empresas com políticas contábeis mais conservadoras têm maior nível de caixa. Vamos analisar o caso brasileiro a seguir.

2.4 Cenário brasileiro

Como apontado por Moraes e Manoel (2018) e por Gomes, da Silva e da Cunha (2020), as reservas de caixa das empresas brasileiras não financeiras nos últimos vinte anos estão abaixo das médias internacionais, apesar dessas reservas terem apresentado crescimento (Favorito, 2018; Artica, Brufman & Saguí, 2019). Os dois trabalhos encontram médias em torno ou um pouco abaixo de 10% sobre os ativos totais das empresas analisadas. Se levarmos em consideração apenas a teoria científica a respeito da influência da assimetria sobre o caixa das empresas esse resultado pode surpreender, especialmente se considerarmos que o mercado brasileiro apresenta baixa liquidez, concentração de capital, mercado acionário pouco desenvolvido, menor proteção ao acionista e difícil acesso a crédito externo.

Para explicar essas diferenças, principalmente se considerarmos que a literatura sobre os determinantes de caixa vem encontrando resultados que apontam para maiores reservas de caixa em países com menores proteções ao acionistas, ou com um mercado de capitais menos desenvolvido, os autores apontam para alguns prováveis fatores, são eles: o pagamento de dividendos, a adoção das IFRSs, as restrições financeiras das empresas brasileiras e o crédito bancário por meio do BNDES.

A presença desses fatores que diferenciam o mercado brasileiro do estrangeiro, como a dificuldade de crédito (Ozkan & Ozkan, 2007) que instigou este trabalho a analisar se apesar dessas diferenças a influência da qualidade do lucro também influencia as reservas de caixa das empresas brasileiras, assim como o faz em empresas americanas e europeias.

Analisando o caso da distribuição de dividendos, Moraes e Manoel (2018) e Manoel (2016) teorizam que os problemas de agência presentes em muitas empresas brasileiras podem ter influenciado seus gestores a manterem uma alta distribuição de dividendos como forma de contrabalancear os efeitos negativos dessa assimetria, forçando então as médias de caixa para baixo. Moraes e Manoel (2018) apontam para evidências de que empresas brasileiras listadas na B3 podem estar optando por pagar mais dividendos do que em bolsas de valores de outros

países emergentes, como forma de atrair investidores e mitigar os efeitos da assimetria informacional.

Sobrinho, Rodrigues e Neto (2014) procuraram analisar se empresas com pagamentos de dividendos, no Brasil, possuíam boa qualidade do lucro, ou seja, menores níveis de *accruals* discricionários anormais (menor gerenciamento de resultados). Os resultados obtidos não confirmaram essa relação, inclusive indicando que empresas com pagamentos altos e constantes estavam associadas a maiores níveis de gerenciamento de seus resultados.

Baseados nessas evidências decidimos incluir essa variável em nosso trabalho, como uma *dummy* como sugerido por Opler et al. (1999) e Ozkan e Ozkan (2004), a fim de verificar se o pagamento de dividendos, no Brasil, está impactando o nível de caixa das empresas.

A adoção das normas IFRS impactou negativamente os níveis de caixa das empresas brasileiras (Manoel, 2016). Mas essa adoção por si só provavelmente não responde por toda variação de caixa, como apontado pelo próprio autor. Optamos por realizar um recorte temporal que abarque todo período desde a adoção das IFRSs no Brasil a fim de evitar problemas de tradução das informações contábeis pré e pós IFRSs, dessa forma essa variável não irá impactar nossos resultados.

No caso das restrições financeiras, Manoel (2016) indica que, em acordo com a literatura sobre o tema, empresas brasileiras com maiores restrições financeiras mantém maiores reservas de caixa em comparação a empresas sem restrições. Porém, Artica et al. (2019) apontam para o aparente enfraquecimento que o impacto das restrições financeiras exerce sobre as reservas de caixa nas empresas brasileiras, devido a facilidade de crédito bancário do desenvolvimento (BNDES). Para a autora, as grandes empresas brasileiras parecem não encontrar dificuldades de financiamento externo de baixo custo, e acreditam que manter altas reservas de caixa se torna mais custoso do que se financiar externamente.

Porém, autores como Tortoli e Moraes (2016) não encontraram influência significativa entre a presença de empréstimos do BNDES ou não, e os níveis de caixa das empresas. Já Oliveira e Cunha (2012) e Franzotti e Valle (2020) apontam para o fato de que apenas empresas de grande porte e com menos restrições financeiras tem fácil acesso a essa modalidade de crédito, enfraquecendo a teoria de que o crédito via BNDES estaria minimizando a influência de restrições financeiras sobre o caixa das empresas brasileiras pois estaria impactando o papel das restrições financeiras sobre a concessão de crédito. Somado a isso o fato de que o crédito

via BNDES sofreu drástica redução nos últimos anos, e pautados pelos resultados inconclusivos mencionados acima, decidimos por não incluir essa variável em nosso estudo.

A respeito de governança corporativa e seus efeitos no caixa, tanto Manoel (2016) quanto Manoel et al. (2018) encontraram resultados que contrariam os pressupostos teóricos: observam uma associação positiva entre níveis de governança corporativa e reservas de caixa.

Manoel (2016) e Manoel et al. (2018) teorizam que acionistas de empresas brasileiras com menores níveis de governança disponibilizem menos recursos líquidos para os administradores, a fim de proteger as reservas de utilização em projetos não rentáveis ou arriscados. Outra explicação possível, é que empresas com menores níveis de governança na bolsa brasileira estejam distribuindo maiores dividendos, em comparação a bolsas de valores de outros países, a fim de contrabalancear efeitos negativos e atrair investidores.

Manoel e Moraes (2022b) analisam o conservadorismo contábil e sua relação com o valor de mercado do caixa de empresas brasileiras encontrando resultados significativos e positivos. De acordo com os autores, políticas contábeis conservadoras diminuem os problemas de agência associadas as reservas de caixa pois diminuem o poder do gestor de utilizá-las para proveito próprio, incentivo que discutimos quando falamos sobre a assimetria informacional entre gestores e usuários externos. Esse resultado conversa com trabalhos de outros autores como Dittmar et al. (2007) que analisaram o impacto da qualidade da informação contábil e o valor de mercado das reservas de caixa das empresas.

Como podemos ver, o caso brasileiro apresenta características que o separam de outros países já analisados pela literatura a respeito do tema, focados nos mercados americanos e europeu. Temos por objetivo analisar se, apesar dessas diferenças os resultados encontrados por trabalhos estrangeiros se repetem em nosso mercado: se a qualidade da informação contábil influencia de forma significativa também as reservas de caixa das empresas brasileiras.

3 Metodologia

3.1 Amostra

Nosso trabalho irá utilizar uma amostra anual de empresas não financeiras listadas na bolsa de valores brasileira (B3 – Brasil, Bolsa, Balcão), entre os anos de 2010 e 2021. Optamos por esse intervalo de tempo pelo fato de abarcar todo período desde o início da adoção das IFRSs pelas empresas brasileiras em 2010. Da base de empresas listadas na bolsa brasileira,

obtida no portal Economática, excluímos empresas com presença em bolsa menor que 30% nos últimos 5 anos contados a partir de 2021, eliminando assim empresas com baixa ou sem negociação da amostra (essas empresas em sua maioria tiveram suas ações negociadas no mercado de balcão). Das 294 empresas resultantes eliminamos da base 30 empresas financeiras, devido à natureza de suas reservas de caixa, restando então, 264 empresas em nossa amostra e totalizando 3.156 observações em nosso recorte temporal.

Tabela 1 - Amostra

	Número de empresas listadas	Valor de Mercado (trilhões de reais) (31 Dez 2021)
Empresas brasileiras listadas na B3	294	4.84
(-) Financeiras	(30)	(1.19)
Total	264	3.65

Mais de 52% dessas 294 empresas estavam listadas no segmento ‘Novo Mercado’ da B3 assim como mais de metade do Valor de Mercado de toda a bolsa brasileira se encontrava nessas empresas listadas no segmento ‘Novo Mercado’, segmento com exigências maiores em governança corporativa. Em 31 de dezembro de 2021, o valor de mercado das empresas listadas era 3,65 trilhões de reais. Os dados apresentados foram obtidos na plataforma Economática no ano de 2022.

A Tabela 2 apresenta a distribuição da amostra em função do setor de atividade (Painel A) e por segmento de listagem (Painel B). É possível notar uma maior quantidade de empresas presentes nos segmentos de energia elétrica, comércio e construção. Já em relação à participação no valor de mercado, os setores mais representativos são principalmente os setores de petróleo e gás, software e dados e veículos e peças. Adicionalmente, podemos notar que apesar de possuir um número elevado de empresas classificadas como “Outras”, o valor de mercado dessa categoria é pouco representativo, portanto, nessa categoria só foram incluídas empresas com baixa relevância para a análise do mercado brasileiro.

Tabela 2 – Distribuição por setor de atividade e por segmento de listagem

(continua)

Painel A – Número de empresas por setor Economática

Setor Economática	Número	Porcentagem	Valor de Mercado (em bilhões de reais) (31 Dez 2021)	Porcentagem
Energia Elétrica	34	12.88%	419.51	9.79%

Tabela 2 – Distribuição por setor de atividade e por segmento de listagem

(conclusão)

Painel A – Número de empresas por setor Econômica

Setor Econômica	Número	Porcentagem	Valor de Mercado (em bilhões de reais)	
			(31 Dez 2021)	Porcentagem
Comércio	22	8.33%	508.22	13.92%
Construção	22	8.33%	56.40	1.54%
Textil	17	6.44%	52.93	0.34%
Siderurgia & Metalurgia	16	6.06%	119.59	11.49%
Transporte & Serviços	13	4.92%	123.67	4.39%
Veículos e peças	13	4.92%	26.04	12.29%
Alimentos e Bebidas	11	4.17%	357.34	0.05%
Petróleo e Gás	10	3.79%	490.47	15.11%
Química	7	2.65%	28.04	2.99%
Software e Dados	6	2.27%	46.01	13.43%
Máquinas Industriais	5	1.89%	160.33	0.77%
Telecomunicações	5	1.89%	132.14	3.28%
Mineração	4	1.52%	448.72	1.26%
Papel e Celulose	4	1.52%	109.30	3.62%
Agora e Pesca	3	1.14%	6.63	1.45%
Eletroeletrônicos	3	1.14%	12.24	3.39%
Minerais não metálicos	2	0.76%	1.71	0.71%
Outros	67	25.38%	551.50	0.18%
Total	264	100%	3,650.80	100%

Painel B – Número de empresas por segmento de listagem B3

Segmento de listagem B3	Número	Porcentagem	Valor de Mercado (em bilhões de reais)	
			(31 Dez 2021)	Porcentagem
Novo Mercado	146	55.30%	2,217.39	60.74%
Tradicional	80	30.30%	505.74	13.85%
Nível 1	19	7.20%	411.70	11.28%
Nível 2	15	5.68%	514.22	14.09%
BDR nível 3	2	0.76%	0.46	0.01%
Bovespa Mais	2	0.76%	1.29	0.04%
Total	264	100%	3,650.80	100%

Já em relação aos segmentos de listagem, o Painel B da Tabela 2 mostra uma grande concentração, mais da metade das empresas da amostra, no segmento “Novo Mercado”, que corresponde ao segmento com maiores exigências normativas em relação sobre obrigações relacionadas a melhores práticas de governança corporativa da bolsa brasileira. Adicionalmente, o valor de mercado dessas empresas chega a mais de 60% do valor de mercado total do bolsa brasileira ao final de 2021, ou seja, mais de 50% das empresas brasileiras ao final

de 2021 estavam listadas no segmento com as maiores exigências em governança corporativa da bolsa brasileira.

3.2 Especificação das Variáveis

3.2.1 Variável Dependente: reservas de caixa

A variável dependente em nosso estudo são as reservas de caixa, que foram mensuradas de duas formas: fundamentada em Ozkan e Ozkan (2004), como a razão entre caixa e investimentos de curto prazo dividido pelos ativos totais e fundamentada em Opler et al. (1999) como a razão entre razão entre caixa e investimentos de curto prazo dividida pelos ativos totais líquidos.

3.2.2 Variáveis Independentes:

A fim de analisar o efeito que a qualidade da informação contábil possui sobre as reservas de caixa, selecionamos a qualidade dos accruals, conforme proposto por Dechow e Dichev (2002) e estendido por McNichols (2002) e Francis et al. (2005), bem como utilizados diversas variáveis de controle normalmente escolhidas pela literatura acadêmica como determinantes das reservas de caixa. A descrição das variáveis é realizada a seguir:

3.2.2.1 Variável de interesse: qualidade da informação contábil

Nossa variável de interesse - qualidade da informação contábil (EQ) - é mensurada como proposto por Farinha et al. (2018), fundamentado no modelo proposto por Dechow e Dichev (2002) e estendido por McNichols (2002) e Francis et al. (2005):

$$ACC_{it} = \alpha + \beta_1 CF_{i,t-1} + \beta_2 CF_{i,t} + \beta_3 CF_{i,t+1} + \beta_4 \Delta REV_{i,t} + \beta_5 GPPE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

ACC_{it} representa o total de *accruals* da empresa i no ano t , calculado como lucros subtraídos dos fluxos de caixa operacionais dividido pelo ativo total, (Raman, K., Shivakumar, L., & Tamayo, A., 2013); $CF_{i,t}$ é o fluxo de caixa operacional da empresa i nos anos, $t-1$, t e $t+1$. Para calcular o fluxo de caixa vamos utilizar caixa operacional disponível nas demonstrações de fluxos de caixa para os fluxos de caixa presentes, passados e futuros; $\Delta REV_{i,t}$ é o delta de receita da empresa i entre os anos $t-1$ e t ; finalmente $GPPE_{i,t}$ são os ativos imobilizados brutos da empresa i no ano t .

A Tabela 3, apresenta um resumo de cada variável utilizada na equação (1).

De acordo com Dechow e Dichev (2002), o resíduo ($\epsilon_{i,t}$) refletirá a magnitude dos *accruals* não relacionados a realização de fluxos de caixa, e o desvio padrão desses resíduos pode ser tomado como uma medida da qualidade desses *accruals*: um alto desvio padrão deve ser entendido como alta incerteza da informação, e por consequência, uma baixa previsibilidade e, portanto, baixa qualidade dos *accruals* ($EQ_{i,t}$).

Tabela 3 - Definição das variáveis - Equação (1)

Variáveis	Sigla	Descrição
<i>Accruals</i>	ACC	Total de <i>accruals</i> mensurado como lucros subtraídos dos fluxos de caixa operacionais (Raman et al., 2013)
Fluxo de caixa operacional	CF_{t-1}	Caixa operacional (DFC) dividido por ativos total em t-1
	CF	Caixa operacional (DFC) dividido por ativos total em t
	CF_{t+1}	Caixa operacional (DFC) dividido por ativos total em t+1
Receita	ΔREV	Delta da receita dividida por ativos total nos anos t e t-1
Ativo imobilizado bruto	GPPE	Ativo imobilizado bruto dividido por ativos totais

Accruals são ajustes temporários que procuram resolver problemas temporais e de incompatibilidade, esses ajustes se baseiam em estimativas e nas melhores premissas baseadas nos fatos disponíveis. Uma boa gestão deveria possuir ferramentas que auxiliariam no processo de estimação diminuindo os erros e aproximando o máximo possível *accruals* e fluxos de caixa futuros. Dessa forma *accruals* precisos representarão com grande fidedignidade esses fluxos de caixa futuros. O contrário também é verdadeiro, *accruals* imprecisos ou com erros não se aproximarão dos fluxos de caixa futuros da empresa. A vantagem da utilização da variabilidade (desvio padrão) dos *accruals* reside no fato de que um alto desvio padrão deixará claro que a gestão está utilizando *accruals* com baixa precisão, por quaisquer motivos, e, portanto, apresentando uma informação contábil de baixa qualidade para o usuário externo.

Seguimos a literatura anterior ao eliminar os *outliers* superiores e inferiores ao nível de 1% da amostra utilizando o comando *winsor* no software Stata (Farinha et al., 2018). Rodamos a equação (1) após a eliminação dos *outliers* obtendo assim o resíduo para cada empresa da amostra ano a ano. Após obter o resíduo, calculamos o desvio padrão desses resíduos nos últimos quatro anos, de acordo com Dechow e Dichev (2002). Esse desvio padrão servirá como *proxy* para nossa variável de interesse, a qualidade da informação contábil, para cada empresa da amostra em cada ano.

Como já discutido, esperamos que a relação entre a qualidade da informação contábil e as reservas de caixa seja inversamente proporcional, ou seja, quanto melhor a qualidade da informação contábil menor o nível de caixa esperado. Dessa forma, quanto maior o grau de dispersão dos *accruals* discricionários por parte da empresa e, portanto, um maior desvio padrão em nossa equação (1), maior o nível de caixa reportado por essa empresa em seu balanço. Portanto, esperamos um relacionamento positivo entre nossa variável ACC e nossa variável dependente.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes estimados na equação (1) para a obtenção dos erros do modelo e, conseqüentemente, magnitude dos *accruals* (i.e. parcela dos *accruals* não relacionados ao fluxo de caixa).

Tabela 4 - Resultados da equação (1) para estimação da magnitude dos *accruals*

ACC	
CF _{t-1}	0.3692*** (0.000)
CF	-0.7433*** (0.000)
CF _{t+1}	0.2482*** (0.000)
ΔREV	0.2611*** (0.000)
GPPE	-0.083*** (0.000)
Constant	-0.0442*** (0.000)
Obs.	2,584
R ²	0.1438

Nota. Esta tabela reporta os resultados referentes a regressão (1). Apresentamos a definição das variáveis na tabela 3. Os valores fora dos parênteses representam os coeficientes da regressão, os valores dentro dos parênteses representam o p-valor e ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

3.2.2.2 Variáveis de Controle:

I) Fluxo de Caixa

O Fluxo de Caixa apresentado pelas empresas em suas Demonstrações Financeiras no Brasil, ou alguma *proxy* para seu fluxo de caixa, como o indicador EBITDA, costumeiramente apresentado no relatório da Administração que acompanha as Demonstrações Financeiras

anuais é um dos mais fortes indicadores de solvência e força financeira que uma empresa pode apresentar e utilizado largamente por analistas financeiros e pelo mercado, muitas vezes presente até mesmo em *covenants* de contratos financeiros.

O relacionamento usualmente esperado pela literatura acadêmica entre o fluxo de caixa e a magnitude das reservas de caixa de uma empresa é positivo (Sun et al., 2012): empresas com grande fluxo de caixa tendem a manterem maiores reservas de caixa afim de se protegerem de necessidades de liquidez de curto prazo e utilizarem recursos próprios ao invés de precisarem captar recursos externos. Como teorizado por Myers e Majluf em 1984, e de acordo com a teoria de *pecking order*, quanto maior a assimetria informacional, e por consequência o custo de captação, maior a preferência das empresas em utilizar recursos próprios. Portanto essa variável estaria positivamente relacionada as reservas de caixa da empresa, como encontrado por Ozkan e Ozkan (2004).

Por outro lado, o fluxo de caixa de uma empresa também pode ser entendido como uma fonte de liquidez substituta das reservas de caixa (Kim et al., 1998 e Ferreira & Vilela, 2004) e resultados com relacionamento negativo entre as reservas de caixa de uma empresa e seus fluxos de caixa já foram observados na literatura (Farinha et al., 2018).

Dessa forma, inicialmente, não temos uma expectativa sobre o relacionamento que está o fluxo de caixa (CFLOW) apresentará frente as reservas de caixa. Importante ressaltar, que utilizamos o caixa operacional obtido na demonstração dos fluxos de caixa de cada empresa.

II) Tamanho

Esperamos que o tamanho da empresa (SIZE) esteja negativamente relacionado a suas reservas de caixa, em linha com teorizado por Miller e Orr (1966) a respeito das economias de escala. Mensurada como logaritmo natural dos ativos totais.

III) Market to Book

A variável *market to book* (MTB) serve como proxy para as oportunidades de investimento e crescimento que a empresa possui. Esperamos que empresas com altas oportunidades de investimento possuam maiores reservas de caixa, em linha com resultados de Bates et al. (2009), Ferreira e Vilela (2004) e Ozkan e Ozkan (2004) e o motivo precaucionario de Opler et al. (1999). Mensuramos como o Ativo Total menos o valor contábil de seu Patrimônio Líquido somado ao seu Valor de Mercado, dividido por ativos totais.

IV) Liquidez

Esperamos uma relação negativa entre liquidez (LIQ) e as reservas de caixa, já que na presença de liquidez existe em teoria uma menor necessidade de caixa ou equivalentes, uma vez que esses ativos líquidos funcionam como substituto para estas reservas, uma folga financeira para a empresa. Dessa forma uma empresa possuiria menor necessidade de manter caixa propriamente em seu balanço para arcar com necessidades de liquidez de curto prazo se seu balanço já possui um alto grau de liquidez, de acordo com Opler et al. (1999), Ferreira e Vilela (2004) e Ozkan e Ozkan (2004). Calculamos liquidez como a razão entre o capital de giro líquido sobre ativos totais.

V) Alavancagem

Esperamos relação negativa entre o grau de alavancagem da empresa (LEV) e suas reservas de caixa. Mensurada como a razão do total de dívidas de curto e longo prazo sobre o ativo total menos caixa e equivalentes da empresa (Ferreira & Vilela, 2004). De acordo com a teoria de Myers e Majluf (1984), as empresas sempre irão optar inicialmente por se financiarem com recursos próprios. Ferreira e Vilela (2004) argumentam que empresas com maiores níveis de alavancagem acumularão menos caixa devido ao monitoramento de seus credores. É também plausível que empresas altamente alavancadas tenham todo caixa gerado comprometido com pagamento de suas dívidas, inviabilizando assim qualquer aumento em suas reservas de caixa.

VI) Dummies para dividendos e empresas com lucros/prejuízos

Incluimos *dummy* para pagamentos de dividendos (DIV) no período analisado. O pagamento de dividendos pode vir a influenciar a magnitude das reservas de caixa das empresas, especialmente empresas brasileiras que podem estar se utilizando do pagamento de dividendos como uma forma de fortalecer sua posição no mercado acionário (Moraes & Manoel, 2018, Manoel, 2016). A variável *dummy* dividendos assume 1 para empresas que pagaram dividendos dentro do exercício e 0 caso contrário conforme Opler (1999), Ozkan e Ozkan (2004) e Bates et al. (2009).

Também incluimos uma *dummy* (LP) para resultados positivos (lucros) ou negativos (prejuízos) no período procurando observar quaisquer efeitos que o resultado possa ter em nosso modelo e em linha com a literatura (Farinha et al., 2018). A variável *dummy* lucros ou prejuízos assume 1 para empresas que tiveram lucros dentro do exercício e 0 caso contrário.

VII) Controles para segmento de listagem, ano e setor

Dummies para ano e setor foram incluídas para controlar o efeito do tempo e do setor de atuação das empresas. Também acrescentamos em nosso modelo controle para segmento de listagem na bolsa de valores brasileira (B3), procurando controlar quaisquer efeitos do segmento de listagem sobre o modelo. Todas as variáveis foram divididas por seus respectivos ativos totais no período analisado.

3.3 Modelo Empírico

Apresentadas nossas variáveis, para que possamos analisar a influência da qualidade a informação contábil sobre as reservas de caixa das empresas de nossa amostra selecionada, estimamos o seguinte modelo de dados em painel utilizando dados anuais apresentado abaixo:

$$\text{CASH}_{it} = \beta_0 + \beta_1 \text{EQ}_{it} + \beta_2 \text{CFLOW}_{it} + \beta_3 \text{SIZE}_{it} + \beta_4 \text{MTB}_{it} + \beta_5 \text{LIQ}_{it} + \beta_6 \text{LEV}_{it} + \beta_8 \text{DIV}_{it} + \beta_9 \text{LP}_{it} + \sum \text{ind} + \sum \text{ano} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde **CASH** refere se a variável dependente reservas de caixa, e as variáveis independentes **EQ** (Qualidade da informação contábil), **CFLOW** (Fluxos de caixa), **SIZE** (Tamanho), **MTB** (*Market to Book*), **LIQ** (Liquidez) e **LEV** (Alavancagem) assim como as *dummies* para **DIV** (Dividendos) e **LP** (Lucros ou Prejuízos).

A Tabela 5, apresentada abaixo, traz um resumo da descrição de cada variável utilizada na equação (2).

Tabela 5 - Definição das variáveis da equação (2)

(continua)

Variáveis	Sigla	Descrição
Caixa	CASH (1)	Caixa e equivalentes dividido por ativos totais como proposto por Ozkan e Ozkan (2004)
	CASH (2)	Caixa e equivalentes dividido por ativos totais líquidos como proposto por Opler et al. (1999)
Qualidade da informação contábil	EQ	Qualidade da informação contábil como proposto por Farinha et al. (2018)
Fluxo de caixa	CFLOW	Caixa operacional (DFC) dividido pelo ativo total
Tamanho	SIZE	Logaritmo natural dos ativos totais
<i>Market to Book</i>	MTB	Ativo total subtraído do valor contábil do patrimônio líquido e somado ao seu valor de mercado dividido pelos ativos totais
Liquidez	LIQ	Capital de giro líquido dividido pelos ativos totais

Tabela 5 - Definição das variáveis da equação (2)

(conclusão)

Variáveis	Sigla	Descrição
Alavancagem	LEV	Passivo total dividido pelos ativos totais líquidos
Dividendos	DIV	Total de dividendos pagos no ano dividido pelos ativos totais
Lucros ou Prejuízos	LP	<i>Dummy</i> para resultado da empresa no exercício

Em nossa estimação empírica da equação (1) utilizamos análise de dados em painel rodamos o modelo tanto para efeitos fixo quanto para efeitos aleatórios, e optamos pela utilização de efeitos fixos, decisão suportada pelo teste de Hausman, apresentada na Tabela 6. Adicionalmente, seguindo a literatura (Bragioni & Santos, 2018; Kusnadi, 2011), eliminamos 317 observações de empresas com valor patrimonial negativo de nossa análise, uma vez que empresas nessa situação contábil provavelmente não se comportaram e/ou tomaram as decisões gerenciais que tomariam em uma situação de maior normalidade financeira, prejudicando assim conclusões relacionadas à manutenção de caixa e estrutura de capitais. Finalmente, além da estimação por efeitos fixos, foram realizadas diversas análises adicionais e testes de robustez em todas as regressões com o intuito de investigar e controlar para problemas de estimação (como heterocedasticidade, presença de *outliers*, etc). Os resultados foram apresentados no capítulo de resultados.

Tabela 6 - Teste de Hausman

	Chi-2	P-valor
CASH (1)	63.12	0.0000
CASH (2)	41.31	0.0000

Fonte: Resultados da Pesquisa.

Finalmente, decidimos eliminar os *outliers* das amostras a 1%, via comando *winsor* no software Stata, para podermos observar se encontraríamos resultados semelhantes após a eliminação de observações *outliers* de nossa amostra. Os resultados com as eliminações dos *outliers* a 1% foram apresentados no capítulo 4.4 – Testes adicionais.

4 Resultados

4.1 Estatísticas descritivas dos dados

A Tabela 7 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas no estudo:

Tabela 7 - Estatísticas descritivas das empresas brasileiras com dados do período de 2010 a 2021

	n	Média	Mediana	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
CASH (1)	2,346	0.137	0.109	0.118	0.000	0.900
CASH (2)	2,346	0.204	0.122	0.420	0.000	9.018
EQ	1,440	0.050	0.035	0.074	0.000	0.755
CFLOW	2,345	0.050	0.057	0.621	-29.740	0.646
SIZE	2,346	15.105	14.933	1.716	6.873	20.711
MTB	2,204	1.461	0.900	0.900	0.252	8.392
LIQ	2,346	0.012	-0.018	0.159	-0.846	0.686
LEV	2,346	0.568	0.611	0.203	0.004	1.084

Nota. Apresentamos a definição das variáveis na Tabela 5. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Como análise adicional, fizemos um recorte de nossas amostras (tanto para CASH (1) quanto para CASH (2)) em três subamostras distintas a partir da nossa variável de interesse: uma amostra das observações com os 25% maiores desvios padrões, portanto a amostra com a menor qualidade da informação contábil, uma amostra com os 25% menores desvios padrões, portanto a amostra com a maior qualidade da informação contábil, e finalmente a amostra com os desvios padrões médios (os 50% restantes). A Tabela 8 apresenta as estatísticas descritivas da variável CASH (1) e (2) para cada uma dessas subamostras.

Podemos identificar na Tabela 7 que o nível médio de caixa das empresas brasileiras é de aproximadamente 13% do ativo total e 20% do ativo total líquido, próximo ao nível de aproximadamente 14% encontrado por Farinha et al. (2018) em empresas britânicas entre os anos de 1998 e 2015, inferior aos 17% encontrado por Opler et al. (1999) em empresas norte americanas entre os anos de 1971 e 1994.

Na Tabela 8 notamos que as observações com menores desvios padrões, portanto a amostra com melhor qualidade da informação contábil possui as menores medias e menores desvios padrões dos níveis de caixa e equivalentes quando comparada ao restante da amostra (tanto para CASH (1) quanto para CASH (2)).

Esse resultado está em linha com a literatura acadêmica que analisamos, pois como vimos, quanto melhor a informação contábil reportada pela empresa, em geral menores serão suas reservas de caixa em balanço. O resultado encontrado, é um forte indicativo de que as empresas brasileiras se comportam em linha com empresas em outros países, onde o modelo apresentado foi utilizado.

Tabela 8 - Estatísticas descritivas das empresas brasileiras com dados do período de 2010 a 2021 – quebra por qualidade da informação contábil

	EQ	Média	Mediana	Desvio-padrão
CASH (1)	< 25%	0.1284	0.1059	0.1047
	> 25% < 75%	0.1400	0.1139	0.1131
	> 75%	0.1411	0.1053	0.1350
CASH (2)	< 25%	0.1775	0.1185	0.2945
	> 25% < 75%	0.1943	0.1286	0.2731
	> 75%	0.2231	0.1178	0.4564

Nota. Amostra foi dividida em três: 25% das observações com maiores desvios padrões, 25% das observações com menores desvios padrões e 50% restantes. Fonte: Resultados da Pesquisa.

A Tabela 9 apresenta o resultado das correlações parciais entre nossas variáveis dependentes CASH (1) e CASH (2) e nossas variáveis independentes, incluindo nossa variável de interesse “EQ”. Em ambos resultados encontramos significância estatística a 1% para nossa variável de interesse. Após levar em consideração a influência das outras variáveis, a qualidade da informação contábil possui uma associação a nossa variável de interesse de aproximadamente 10% para CASH (1) e 7% para CASH (2) e o relacionamento positivo esperado pela literatura, como vimos anteriormente.

Como apontado por Moraes e Manoel (2018) e Gomes, da Silva e da Cunha (2020), as empresas listadas brasileiras ainda apresentam médias de caixa sobre ativos totais abaixo das médias internacionais, embora esse nível tenha crescido entre 1 e 2 pontos percentuais. Esse crescimento está linha com o esperado pela literatura especializada sobre o tema que aponta para um maior nível de reservas de caixa em países com menores proteções ao acionista.

Tabela 9 - Correlação parcial

	CASH (1)		CASH (2)	
	Correlação Parcial	Correlação Semi Parcial	Correlação Parcial	Correlação Semi Parcial
EQ	0.1030***	0.0943***	0.0709***	0.0658***

Nota. Esta tabela reporta os resultados referentes as correlações parciais entre as variáveis independentes e nossas variáveis dependentes CASH (1) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais e CASH (2) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais líquidos. Apresentamos a definição das variáveis na Tabela 6. Os valores ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

4.2 Determinantes das reservas de caixa

A Tabela 10 apresenta os resultados das estimações utilizando tanto caixa e equivalentes sobre ativos totais quanto caixa e equivalentes sobre ativos totais líquidos, respectivamente. Ambos resultados, para “CASH 1” e “CASH 2”, foram encontrados após o realizarmos o teste de robustez afim de controlar problemas de heterocedasticidade em nossa amostra.

Como podemos observar na Tabela 10, os resultados mostram que a variável utilizada como proxy para a qualidade da informação contábil “EQ” confirma a relação positiva que esperávamos para um nível de significância de 5% para ambas as regressões apresentadas e em linha com nossa hipótese de pesquisa: quanto maior o desvio padrão dos *accruals*, ou seja, quanto menor a qualidade dos lucros reportados, maiores devem ser as reservas de caixa encontradas no balanço de empresas brasileiras.

Portanto, de acordo com o modelo apresentado e os resultados encontrados, as empresas brasileiras estão se comportando de forma similar a empresas em outros mercados mais desenvolvidos. Como apresentamos anteriormente, frente a uma maior assimetria informacional, percebida pelo usuário através da queda na qualidade do lucro sendo reportado devido a presença de maior grau de *accruals* discricionários nesses lucros, essas empresas estão procurando manter maiores reservas de caixa em seus balanços como forma de contrabalancear os efeitos negativos dessa assimetria, como por exemplo um aumento no custo de captação de recursos externos.

Esses resultados sugerem, que a influência da qualidade do lucro reportado sobre as reservas de caixa brasileiras é significativa e em linha com resultados encontrados em outros trabalhos ao redor do globo (Farinha et al., 2018; Sun et al., 2012; García-Teruel et al., 2009; Mansali et al., 2019 e Greiner, 2017).

Tabela 10 - Resultado das regressões – Estimação Robusta para Heterocedasticidade

	(continua)	
	CASH (1)	CASH (2)
EQ	0.2773** (0.034)	0.6593** (0.015)
CFLOW	0.0908** (0.033)	0.1396* (0.081)
LEV	-0.1354***	-0.2717***

Tabela 10 - Resultado das regressões – Estimação Robusta para Heterocedasticidade

	(conclusão)	
	CASH (1)	CASH (2)
	(0.004)	(0.009)
LIQ	-0.1634***	-0.2945***
	(0.000)	(0.000)
MTB	0.0058	0.0127
	(0.392)	(0.327)
SIZE	0.0287**	0.0533**
	(0.011)	(0.016)
DIV	-0.0044	-0.0091
	(0.471)	(0.361)
EARN	0.0047	0.0043
	(0.375)	(0.684)
Obs.	1,360	1,360
R ²	0.1171	0.0844

Nota. Esta tabela reporta os resultados referentes a regressão (2) utilizando: a variável CASH (1) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais e CASH (2) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais líquidos. Apresentamos a definição das variáveis na Tabela 6. Rodamos a estimação robusta em ambas as regressões a fim de controlar para problemas de heterocedasticidade. Os valores fora dos parênteses representam os coeficientes da regressão, os valores dentro dos parênteses representam o p-valor e ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

A variável “CFLOW”, representativa do fluxo de caixa das empresas, apresentou significância a 5% e 10% nos resultados utilizando as variáveis CASH (1) e (2) respectivamente, e relação positiva em ambas as regressões apresentadas. Como discutimos anteriormente não possuíamos expectativa inicial para essa variável, mas o resultado positivo em ambas as regressões confirma o relacionamento usualmente esperado pela literatura (Sun et al., 2012 e Ozkan e Ozkan, 2004).

Podemos inferir a partir desse resultado que as empresas brasileiras, em um contexto de alta assimetria informacional e altas taxas básicas de juros, estejam optando por manterem suas reservas de caixa em balanço ao invés de utilizá-las, mesmo com a confiança de fluxos de caixa operacionais recorrentes, com o intuito de diminuir o grau de desconfiança gerado pela assimetria informacional e os custos de captação gerados tanto pela assimetria quanto pelas altas taxas de juros. (Farinha et al., 2018; Battacharya et al., 2003 e Coelho, 2012) É possível também que as empresas brasileiras estejam mantendo suas reservas de caixa para garantirem suas necessidades de caixa casos fluxos futuros não venham a se realizar (Opler et al., 1999).

A variável Alavancagem apresentou significância a 1% em ambos os resultados apresentados. O relacionamento negativo em ambos corrobora a teoria científica de que: as empresas sempre irão optar por se financiarem com recursos próprios, dessa forma empresas mais alavancadas terão menores níveis de caixa (Myers & Majuf, 1984), empresas mais alavancadas terão menores reservas devido ao monitoramento de seus credores (Ferreira & Vilela, 2004). Podemos também argumentar que com alto grau de endividamento todo fluxo de caixa gerado ou boa parte dele é utilizada no pagamento da dívida inviabilizando um aumento das reservas de caixa.

Liquidez apresentou significância estatística, a 1%, em ambas as regressões analisadas, sinalizando forte adequação ao modelo. Como era esperado, apresentou também relacionamento negativo em linha com a literatura: frente a presença de uma alta liquidez em seu balanço a empresa tende a possuir menor interesse em manter altas reservas de caixa uma vez que seus ativos líquidos poderiam ser utilizados como substitutos dessas reservas Opler et al. (1999), Ferreira e Vilela (2004) e Ozkan e Ozkan (2004).

Market to book não apresentou significância em nenhum dos resultados encontrados sinalizando uma adequação fraca a amostra analisada. Em um ambiente de alta assimetria informacional e altas taxas de juros históricas (quer por si só aumenta muito o retorno mínimo que um investimento precisa ter para valer a pena) como o brasileiro, as empresas podem não valorizar com a mesma força, que empresas em mercados mais desenvolvidos, possíveis oportunidades de investimento e crescimento, por isso nossa *proxy* não apresentou significância em nenhuma das regressões.

De toda forma, todos os resultados apresentaram o relacionamento positivo esperado pela literatura: de que com a presença de boas oportunidades de investimento as empresas tenderiam a manter largas reservas de caixa com o intuito de aproveitá-las tempestivamente e com menor custo (Bates et al., 2009, Ferreira & Vilela, 2004 e Ozkan & Ozkan, 2004) e o motivo precaucionario de Opler et al. (1999).

É possível também que algumas destas variáveis estejam contaminadas pelo efeito de empresas com prejuízos apresentados em seus balanços, que frente a resultados negativos podem estar não se comportando em linha com o esperado pelo modelo analisado neste trabalho, como veremos em seguida.

Em ambos resultados a variável Tamanho apresentou significância a 5%, porém com relacionamento com nossa variável independente positivo. Como teorizamos no capítulo 2.3 Cenário brasileiro, uma possível explicação para termos encontrado relacionamento positivo entre a magnitude das reservas de caixa das empresas brasileiras e seu Tamanho, é o do contexto do próprio mercado brasileiro de alta assimetria informacional que influencia o crescimento das reservas de caixa proporcionais como forma de combater essa própria assimetria, uma forma de sinalizar para o mercado algum grau de estabilidade financeira (Farinha et al., 2018) e altas taxas de juros históricas que somadas a alta assimetria informacional encarecem o custo de captação de empresas inseridas nesse contexto (Battacharya et al., 2003) e influenciam positivamente a retenção de caixa das empresas brasileiras (Coelho, 2012).

As *dummies* Lucros ou Prejuízos e Dividendos não apresentaram significância estatística em nenhum dos resultados apresentado, indicando que o pagamento, ou não, de dividendos ou a apresentação de resultados positivos/negativos, não são significativos o suficiente no mercado brasileiro para explicarem a magnitude das reservas de caixa que os gestores de empresas brasileiras optam por manterem em seus balanços.

Em resumo, encontramos significância estatística para nossa variável de interesse em todas as regressões analisadas, confirmando assim na hipótese de pesquisa. As outras variáveis complementares também apresentaram forte significância estatística, em sua maioria, e o sinal esperado de acordo com a literatura (com exceção da variável MTB e nossas variáveis de controle). Dessa forma, podemos inferir que as empresas brasileiras se comportam de forma similar a empresas em mercados mais desenvolvidos, onde esse modelo foi testado inicialmente, e seus níveis de caixa se modificam em linha com a qualidade da informação contábil reportada.

4.3 Determinantes das reservas de caixa para empresas com lucros e prejuízos

Rodamos o mesmo modelo de regressão separando empresas que apresentaram observações de lucros de empresas que apresentaram prejuízos no período da amostra e rodamos nosso modelo, fundamentados na análise de Farinha et al. (2018). Os resultados foram apresentados nas Tabela 11 e 12.

Notamos, em linha com a literatura analisada, que o modelo se adequa melhor a empresas que apresentam lucros em seus balanços e perde sua significância estatística quando confrontado com uma amostra de empresas que apresentaram prejuízos, observado pela

significância encontrada em nossa variável *proxy* para a qualidade da informação contábil “EQ”.

Ambas as regressões rodadas utilizando um recorte de empresas que com lucros apresentaram significância a 10% e 5% estatística para nossa variável de interesse, utilizando as variáveis CASH (1) e (2) respectivamente, confirmaram o relacionamento positivo (esperado) entre a magnitude dos accruals apresentados e as reservas de caixa em balanço.

É importante ressaltar que, embora nossa variável de interesse tenha apresentado significância estatísticas nas duas regressões, sua significância também caiu em ambas. Acreditamos que essa alteração tenha ocorrido em grande parte por nossa amostra ter diminuído de tamanho, em virtude do recorte entre empresas com lucros e prejuízos, e a queda de significância ser um reflexo dessa amostra com menor número de observações. De qualquer forma, podemos inferir que o modelo se adequa bem, também no caso brasileiro, para um recorte que só considera empresas com lucros em suas demonstrações financeiras.

Por outro lado, não observamos significância em nossa variável de interesse em nenhuma das regressões quando as empresas analisadas apresentam prejuízos em seus balanços (em linha com a literatura analisada), o que nos indica que o modelo neste trabalho analisado provavelmente não se enquadre tão bem em um contexto de prejuízos e, portanto, que nossa variável que mede a qualidade da informação contábil não explica com grande acurácia o nível das reservas de caixa em situação de prejuízo contábil.

Em nosso recorte de empresas que apresentaram lucros no período, encontramos resultados significantes para as mesmas variáveis independentes que apresentaram significância em nossa amostra sem o recorte entre empresas com lucros ou prejuízos, são elas: “CFLOW”, “LEV”, “LIQ” e “SIZE”. Os sinais apresentados pelas variáveis também permaneceram os mesmos, quando comparamos os resultados obtidos nas Tabelas 10 e 11.

A variável “CFLOW” trouxe resultados significativos estatisticamente a 1% e 5% para as variáveis CASH (1) e (2) respectivamente. Em ambos resultados o relacionamento apresentado foi positivo. Como analisamos anteriormente é provável que as empresas brasileiras estejam optando por manterem o caixa gerado em suas operações em balanço como uma forma de diminuir o grau de desconfiança gerado pela assimetria informacional do mercado brasileiro e conseqüentemente seus custos de captação, assim como, se protegerem de

eventuais necessidades de liquidez de curto prazo que possam surgir futuramente (Farinha et al., 2018; Battacharya et al., 2003; e Opler et al., 1999).

As mesmas interpretações que fizemos para as outras variáveis, a partir dos resultados obtidos na Tabela 10, se mantém nesse caso. Os resultados e sinais obtidos após o recorte de empresas com lucros nos indica que o modelo se adequa melhor a empresas nessa situação (de lucros), e que não explica muito bem o comportamento dos níveis de caixa de empresas com prejuízos em suas demonstrações contábeis. Como dissemos anteriormente esses resultados estão em linha com a literatura analisada (Farinha et al., 2018) e já eram esperados.

Tabela 11 - Resultado das regressões: empresas com lucros ou prejuízos - Estimação Robusta para Heterocedasticidade

	Empresas que reportaram Lucro		Empresas que reportaram Prejuízo	
	CASH (1)	CASH (2)	CASH (1)	CASH (2)
EQ	0.3889* (0.059)	0.9603** (0.025)	0.0161 (0.864)	0.0681 (0.748)
CFLOW	0.1427*** (0.007)	0.2181** (0.033)	0.0361 (0.540)	0.1066 (0.287)
LEV	-0.1427** (0.021)	-0.2739** (0.041)	-0.2377*** (0.009)	-0.4252*** (0.008)
LIQ	-0.2242*** (0.001)	-0.4278*** (0.009)	-0.125*** (0.001)	-0.1807*** (0.001)
MTB	0.0022 (0.751)	0.0063 (0.636)	0.0442** (0.014)	0.0966** (0.017)
SIZE	0.0301** (0.034)	0.0491* (0.060)	0.0246 (0.223)	0.0454 (0.241)
DIV	-0.0065 (0.445)	-0.0116 (0.415)	-0.0191 (0.119)	-0.0329* (0.088)
Obs.	1,035	1,035	325	325
R ²	0.1412	0.0922	0.1897	0.2219

Nota. Esta tabela reporta os resultados referentes a regressão (2), após a segregação entre empresas com lucros e empresas com prejuízos em suas demonstrações financeiras, utilizando: a variável CASH (1) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais e CASH (2) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais líquidos. Apresentamos a definição das variáveis na Tabela 6. Rodamos o teste de robustez em ambas as regressões a fim de controlar para problemas de heterocedasticidade. Os valores fora dos parênteses representam os coeficientes da regressão, os valores dentro dos parênteses representam o p-valor e ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

É interessante notar a significância estatística da variável “MTB” com relacionamento positivo (em linha com o esperado) nas regressões de empresas com prejuízos e em nenhuma outra regressão. Podemos inferir que, apesar do resultado negativo essas empresas, com potencial de crescimento (de acordo com a percepção do mercado e de seus gestores), mantiveram suas reservas de caixa altas muito provavelmente para poderem aproveitar

oportunidades de investimento tempestivamente e com custos menores, uma vez que não puderam contar com seus resultados contábeis.

4.4 Testes adicionais – dados winsorizados

Buscando verificar se os resultados não estavam influenciados por *outliers*, realizamos os mesmos testes apresentados na Tabela 10 tratando os *outliers* a 1% e 5% e apresentamos os resultados a seguir (apenas os resultados encontrados com outliers tratados a 1% foram apresentados embora ambos tenham apresentado resultados semelhantes).

O resultado da Tabela 12 demonstra que nossa variável de interesse “EQ” confirma a relação positiva que esperávamos e com resultado estatisticamente significativo para as regressões apresentadas a 10% e 5% para as variáveis CASH (1) e (2) respectivamente.

Notamos também que, embora significantes, os resultados perderam força após o tratamento dos *outliers* da amostra. Em um mercado pouco desenvolvido como o brasileiro, grande parte do valor de mercado listado na bolsa de valores está concentrado em um número limitado de empresas. Se somarmos esse efeito ao pequeno número de empresas listadas na bolsa brasileira e o recorte temporal de dez anos que realizamos podemos checar a conclusão de que uma parcela de empresas dessa amostra possa estar prejudicando os resultados obtidos, visto que a significância de nossa variável de interesse caiu, embora ainda seja significativa. Sugerimos, portanto, um novo trabalho em alguns anos, com um recorte temporal maior para podermos observar os resultados encontrados.

De qualquer forma, assim como em nossa análise anterior podemos inferir que a influência da qualidade do lucro reportado sobre as reservas de caixa brasileiras é significativa e em linha com resultados encontrados em outros trabalhos ao redor do globo (Farinha et al., 2018; Sun et al., 2012; García-Teruel et al., 2009; Mansali et al., 2019 e Greiner, 2017).

A variável “CFLOW”, representativa do fluxo de caixa das empresas, apresentou significância em apenas uma das regressões rodadas (CASH (1)) reforçando a análise anterior de que a eliminação de observações em um mercado concentrado como o brasileiro possa ter prejudicado a amostra. Ambos resultados também apresentaram o mesmo relacionamento positivo encontrado anteriormente.

Como analisamos anteriormente, é possível que essas empresas estejam optando por manterem suas reservas de caixa em balanço ao invés de utilizá-las com o intuito de diminuir o grau de desconfiança gerado pela assimetria informacional e os custos de captação gerados

pela assimetria informacional. (Farinha et al., 2018 e Battacharya et al., 2003). É possível também que as empresas brasileiras estejam mantendo suas reservas de caixa para garantirem suas necessidades de caixa caso fluxos futuros não venham a se realizar (Opler et al., 1999).

A variável Alavancagem apresentou significância em ambos resultados encontrados, com as variáveis CASH (1) e (2). O relacionamento negativo nestes resultados corrobora a teoria científica de que empresas mais alavancadas em geral tendem a manter menores reservas de caixa comparadas a empresas menos alavancadas, como visto anteriormente (Myers & Majuf, 1984 e Ferreira & Vilela, 2004).

Liquidez também apresentou significância estatística em ambos resultados apresentados. Apresentou também os relacionamentos negativos como esperado pela literatura (com alta liquidez as empresas tendem a manter menores reservas de caixa em seu balanço) e analisados acima (Opler et al., 1999; Ferreira & Vilela, 2004 e Ozkan & Ozkan, 2004).

A variável *Market to book* não apresentou significância estatística em ambos resultados encontrados, com as variáveis CASH (1) e (2), mesmo fraco resultado encontrado nas Tabelas 9 e 10. Os resultados apresentaram o relacionamento positivo esperado pela literatura (Bates et al., 2009; Ferreira & Vilela, 2004; Ozkan & Ozkan, 2004 e Opler et al., 1999).

Como analisamos anteriormente, é possível que em um mercado pouco desenvolvido, com alta assimetria informacional e altas taxas de juros históricas tenha diminuído o grau de importância que as empresas brasileiras estejam dando a futuras oportunidades de crescimento e, portanto, diminuindo a influência que essa variável possui sobre nossa variável dependente reservas de caixa.

A variável Tamanho apresentou significância estatística a 5% em ambas as regressões, utilizando as variáveis CASH (1) e (2), e manteve o relacionamento positivo visto anteriormente. Como teorizamos o contexto do próprio mercado brasileiro, de alta assimetria informacional, entre outros fatores, pode estar exercendo influência sobre as empresas brasileiras e modificando seu comportamento, comparado a outros mercados (Farinha et al., 2018 e Battacharya et al., 2003).

As *dummies* Lucros ou Prejuízos e “DIV” apresentaram fraca ou não apresentaram significância estatística em nenhum dos resultados encontrados, mesmo resultado que encontramos nas Tabelas anteriores e analisados anteriormente.

Concluimos que após a eliminação dos *outliers* de nossa amostra os resultados permaneceram semelhantes e apresentaram as mesmas naturezas encontradas anteriormente, apesar de uma queda na significância de nossa variável de interesse.

Tabela 12 - Resultado das regressões – Estimação Robusta para Heterocedasticidade – Winsor a 1%

	CASH (1)	CASH (2)
EQ	0.2498* (0.054)	0.5559** (0.035)
CFLOW	0.0821* (0.058)	0.1096 (0.158)
LEV	-0.1441*** (0.002)	-0.2449*** (0.009)
LIQ	-0.1816*** (0.000)	-0.275*** (0.000)
MTB	0.0079 (0.221)	0.012 (0.291)
SIZE	0.261** (0.023)	0.0444** (0.041)
DIV	-0.0045 (0.462)	-0.0095 (0.342)
EARN	0.0049 (0.362)	0.0057 (0.572)
Obs.	1,360	1,360
R ²	0.1144	0.1032

Nota. Todos resultados apresentados foram obtidos pós *winsorização* a 1%. Esta tabela reporta os resultados referentes a regressão (2) utilizando: a variável CASH (1) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais e CASH (2) sendo o saldo de caixa e investimentos de curto prazo dividido por ativos totais líquidos. Apresentamos a definição das variáveis na Tabela 6. Rodamos o teste de robustez em ambas as regressões a fim de controlar para problemas de heterocedasticidade. Os valores fora dos parênteses representam os coeficientes da regressão, os valores dentro dos parênteses representam o p-valor e ***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10% respectivamente. Fonte: Resultados da Pesquisa.

Muito embora tenhamos encontrado resultados mais fracos após a eliminação dos *outliers*, os dados reforçam a significância de nossa variável de interesse, que o modelo se adequa bem também ao mercado brasileiro, e, portanto, que as empresas brasileiras estão se comportando de forma semelhante a empresas em outros mercados, mais desenvolvidos no contexto de qualidade da informação contábil e reservas de caixa.

Finalmente, eliminamos os *outliers* a 5% para analisar se os resultados permaneceriam os mesmos e não encontramos nenhuma alteração significativa nas significâncias estatísticas

das variáveis e relacionamentos apresentados (as regressões com essa eliminação de *outliers* a 5% não foram apresentadas nesse trabalho).

4.5 Problemas encontrados e sugestões para trabalhos futuros

Com a adoção das IFRSs em 2010 pelas empresas brasileiras diversas métricas contábeis foram alteradas entre 2009 e 2010, dentre elas a de caixa e equivalentes apresentada em balanço. Para evitar um problema de mensuração em nossa amostra e dado que a variável caixa é nossa variável independente optamos por realizar um recorte a partir de 2010. Conseqüentemente, nosso número de observações embora suficiente para podermos inferir conclusões com segurança ainda não é tão alto quando comparado a trabalhos do mesmo assunto realizados em outros países, isso pode ter influenciado nosso resultado. Dessa forma, sugerimos realizar em alguns anos esse mesmo estudo já levando em consideração esses novos anos que passaram, a fim de observar se os resultados encontrados se mantiveram quando analisamos uma amostra com um maior número de observações.

O impacto dos *outliers* sobre nossas variáveis complementares na amostra antes do tratamento desses *outliers* também pode ser entendido como um problema inerente a mercados pouco desenvolvidos como o brasileiro, mas que pode ser remediado com amostras com maior recorte temporal. Portanto, assim como sugerimos acima, um trabalho futuro que abarque um recorte temporal maior poderia solucionar também este problema e diminuir por consequência o impacto que *outliers* exercem sobre a amostra e os resultados encontrados.

5. Conclusões

O caso brasileiro, apesar de possuir peculiaridades que o distanciam da realidade financeira e de mercado dos outros países estudados em trabalhos aqui apresentados, como a fraca governança corporativa, mercado acionário pouco desenvolvido, problemas de acesso a financiamento externo, alta concentração de capital, altas taxas de juros históricas dentre outros fatores, também se aproxima desses mercados quando mencionamos, por exemplo, os normativos de apresentação da informação contábil para empresas listadas (adoção das IFRSs após 2010) ou o segmento ‘Novo Mercado’ criado pela B3 afim de incentivar a listagem voluntária em um segmento mais atrativo para o acionista e aumentar por consequência a governança das empresas listadas na bolsa, que decidirem por tal segmento. Falamos então de mercados semelhantes, com diferentes níveis de desenvolvimento e robustez, e não de mercados totalmente diferentes.

As relações encontradas em mercados mais desenvolvidos também foram encontradas no mercado brasileiro, tanto em nossa amostra total de empresas quanto em nosso recorte para empresas que apresentaram resultados positivos no período. Para empresas com resultados negativos (prejuízos) os resultados encontrados não apresentaram significância estatística, em linha com a teoria analisada e trabalhos realizados em outros países, fortalecendo ambas as conclusões para nossas hipóteses H1 e H2: de que o modelo fornece uma boa explicação para os determinantes das reservas de caixa em contexto geral ou positivo, mas não é uma boa análise para empresas com prejuízos.

Também observamos algumas discrepâncias de relacionamento (relacionamentos divergentes do esperado e encontrado em outros países) entre nossa variável dependente e algumas outras variáveis de independentes de controle como *market to book*. Essas divergências podem ser explicadas pelo contexto brasileiro de nossa amostra, um contexto de altas taxas básicas de juros históricas, alta assimetria informacional e por consequência baixa segurança para o acionista e mercado ainda pouco desenvolvido. Todos esses fatores, dentre outros, nos levam a crer, fundamentos pela teoria científica, que os relacionamentos encontrados estão em linha quando levado em consideração o cenário macroeconômico da amostra.

Como reiteramos em nosso capítulo que abordava o cenário brasileiro, analisar e verificar se relações encontradas em mercados mais desenvolvidos se repetem em mercados periféricos como o brasileiro é de extrema importância para fortalecer nosso atendimento e as próprias conclusões da teoria. Mercados periféricos se comportam de formas muitas vezes diferentes de mercados centrais como o americano: frente a dificuldades de financiamento externo uma empresa pode utilizar seu caixa de forma distinta, em um cenário de alta assimetria informacional entre gestores e usuários externos o gestor dessa empresa pode enxergar a possibilidade de usar os ativos líquidos sob seu julgo de formas que ele não poderia em um mercado com menor nível de assimetria. Dessa forma, comprovar que mesmo nesses cenários a teoria se mantém fortalece não só os resultados desse trabalho, mas de outros pesquisadores que realizaram essa pesquisa em outros mercados. Como não pudemos identificar trabalhos sobre esse assunto realizado em outros mercados periféricos, os resultados aqui obtidos fortalecem ferramentas de análise, tanto para gestores quanto para usuários externos das demonstrações financeiras.

Concluindo, nossos resultados corroboram a literatura anterior a respeito dos determinantes de caixa e a qualidade da informação contábil: a de que empresas com uma

menor qualidade de informação contábil (maior grau de *accruals* discricionários em seus resultados) tendem a manter maior grau de reservas de caixa como forma de contrabalancear o efeito negativo de seus *accruals* discricionários. Os resultados encontrados corroboram a teoria científica tanto para amostras gerais como para um recorte de empresas com lucros e fornecem um novo contexto de maior assimetria informacional para os resultados previamente encontrados. Futuros trabalhos com amostras maiores em um contexto de alta assimetria informacional são necessários para avançar ainda mais a teoria científica.

Bibliografia

- Almeida, H., & Campello, M. (2005). External Financing and Financing Constraints. Recuperado de SSRN: <https://ssrn.com/abstract=684131>
- Almeida, H., & Campello, M. (2007). Financial Constraints, Asset Tangibility, and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, 20(5), 1429-1460. <http://www.jstor.org/stable/4494809>
- Almeida, H., Campello, M., & Weisbach, M. S. (2004). The Cash Flow Sensitivity of Cash. *The Journal of Finance*, 59(4), 1777-1804. doi:10.1111/j.1540-6261.2004.00679.x
- Acharya, V., Almeida, H., & Campello, M. (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, 16(4), 515-554. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.04.001>
- Artica, R. P., Brufman, L., & Saguí, N. (2019). Por que as empresas latino-americanas retêm muito mais caixa do que costumavam reter? *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(79), 73-90. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201805660>
- Bates, T. W., Kahle, K. M., & Stulz, R. M. (2009). Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To? *The Journal of Finance*, 64(5), 1985-2021. doi:10.1111/j.1540-6261.2009.01492.x
- Bhattacharya, U., Daouk, H., & Welker, M. (2003). The World Price of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, 78(3), 641-678. <http://www.jstor.org/stable/3203220>
- Bragioni, Camila Aparecida, & Ferreira Lopes Santos, David. (2018). Restrição financeira e a sensibilidade do fluxo de caixa das empresas brasileiras. *Estudios Gerenciales*, 34(149), 373-384. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2018.149.2735>
- Campello, M., Giambona, E., Graham, J., & Harvey, C. (2011). Liquidity Management and Corporate Investment During a Financial Crisis. *The Review of Financial Studies*, 24(6), 1944-1979. <http://www.jstor.org/stable/20869295>
- Chada, S., & Varadharajan, G. (2023). Earnings quality, institutional investors and corporate cash holdings: evidence from India. *International Journal of Managerial Finance*. ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2022-0224>

- Coelho, Lucia Borges. Efeitos de variáveis macroeconômicas no nível de liquidez de empresas brasileiras. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Escola de Pós-Graduação em Economia, Fundação Getúlio Vargas - FGV, Rio de Janeiro, 2012.
- da Cruz, A., Kimura, H., & Sobreiro, V. (2019). What do we know about corporate cash holdings? A systematic analysis. *J. Corp. Acct. Fin*, 30, 77-143. <https://doi.org/10.1002/jcaf.22368>
- Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007). Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 83(3), 599-634.
- Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., & Servaes, H. (2003). International corporate governance and corporate cash holdings. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 38(01), 111-133.
- Dechow, P., & Dichev, I. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35-59. <http://www.jstor.org/stable/3203324>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Farinha, J., Mateus, C., & Soares, N. (2018). Cash holdings and earnings quality: evidence from the Main and Alternative UK markets. *International Review of Financial Analysis*, 56, 238-252. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.01.012>
- Ferreira, M., & Vilela, A. (2004). Why Do Firms Hold Cash? Evidence from EMU Countries. *European Financial Management*, 10, 295-319. 10.2139/ssrn.614002
- Foley, C., Hartzell, J., Titman, S., & Twite, G. (2007). Why do firms hold so much cash? A tax-based explanation. *Journal of Financial Economics*, 86(3), 579-607. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.11.006>
- Favorito, S. (2018). Fatores que determinam a retenção de caixa das empresas não financeiras brasileiras de capital aberto. (Tese de Mestrado). Recuperado de FGV Digital Repository. <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/24762>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>

- Franzotti, T. D. A., & Valle, M. R. do .. (2020). The impact of crises on investments and financing of Brazilian companies: an approach in the context of financial constraints. *BBR. Brazilian Business Review*, 17(BBR, Braz. Bus. Rev., 2020 17(2)), 233–252. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.2.6>.
- García-Teruel, P.J., Martínez-Solano, P., & Sánchez-Ballesta, J.P. (2009). Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 49, 95-115. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2008.00276.x>
- Greiner, Adam. (2017). An examination of real activities management and corporate cash holdings. *Advances in Accounting*, 39, 79-90. [10.1016/j.adiac.2017.10.002](https://doi.org/10.1016/j.adiac.2017.10.002)
- Gomes, P., da Silva, J., & da Cunha, M. (2020). Política de cash holding: comparações das reservas de caixa entre empresas brasileiras e Norte-Americanas de capital aberto. XX USP International Conference in Accounting, 2020, São Paulo. *Anais do Congresso USP 2020, 2020*.
- Harford, J., Mansi, S., & Maxwell, W. (2008). Corporate governance and firm cash holdings in the US. *Journal of Financial Economics*, 87(3), 535-555. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2007.04.002>
- Harford, J., & Li, K. (2007). Decoupling CEO Wealth and Firm Performance: The Case of Acquiring CEOs. *The Journal of Finance*, 62, 917-949. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01227.x>
- Mansali, H., Derouiche, I., & Jemai, K. (2019). Accruals quality, financial constraints, and corporate cash holdings. *Managerial Finance*, 45(8), 1129-1145. <https://EconPapers.repec.org/RePEc:eme:mfipps:mf-12-2018-0621>.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).
- Jensen, M. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <http://www.jstor.org/stable/1818789>
- Kim, C., Mauer, D., & Sherman, A. (1998). The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33(3), 335-359. [doi:10.2307/2331099](https://doi.org/10.2307/2331099)

- Yuanto Kusnadi, Do corporate governance mechanisms matter for cash holdings and firm value? *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 19, Issue 5, 2011, Pages 554-570, ISSN 0927-538X, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2011.04.002>.
- Myers, S., & Majluf, N. (1984). Corporate financing and investment decisions: when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Merton, M., & Orr, D. (1966). A Model of the Demand for Money by Firms. *The Quarterly Journal of Economics*, 80(3), 413–435. <https://doi.org/10.2307/1880728>
- Manoel, A. (2016). Políticas de caixa no Brasil: um estudo considerando restrições financeiras e governança corporativa. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. doi:10.11606/D.96.2016.tde-20102016-142656
- Manoel, A., Moraes, M., Nagano, M., & Sobreiro, V. (2018). Cash holdings and corporate governance: The effects of premium listing in Brazil. *Review of Development Finance*, 8(2), 106-115. <https://doi.org/10.1016/j.rdf.2018.11.002>
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. C. (2018). Cash Holdings in Brazil: a study considering the effects of financial constraints and the adoption of international financial reporting standards. *Revista Universo Contábil*, 14(2), 118-136. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2018214>
- Mulligan, C. (1997). Scale Economies, the Value of Time, and the Demand for Money: Longitudinal Evidence from Firms. *Journal of Political Economy*, 105(5), 1061-1079. doi:10.1086/262105
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. D. C. (2022a). Accounting conservatism and corporate cash levels: Empirical evidence from Latin America. *Corporate Governance: An International Review*, 30(3), 335-353. <https://doi.org/10.1111/corg.12403>
- Manoel, A. A. S., & Moraes, M. B. C.. (2022b). Conservadorismo Contábil e o Valor de Mercado do Caixa no Brasil. *Revista Brasileira De Gestão De Negócios*, 24(Rev. bras. gest. neg., 2022 24(2)), 383–399. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i2.4182>
- McNichols, M. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors: Discussion. *The Accounting Review*, 77, 61-69. <http://www.jstor.org/stable/3203325>

- 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. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Ozkan, A., & Ozkan, N. (2004). Corporate cash holdings: An empirical investigation of UK companies. *Journal of Banking & Finance*, 28(9), 2103-2134. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2003.08.003>
- Oliveira, F. N., & Cunha, G. (2012). Uma análise empírica da sensibilidade da demanda de investimento a restrições de crédito no Brasil. *Economia & Gestão*, 12(30), 127-156. <https://doi.org/10.5752/P.1984-6606.2012v12n30p117>
- Pinkowitz, L., Williamson, R., & Stulz, R. (2003). Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash? Dice Center Working Paper, 2003-29. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.476442>
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006). Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *The Journal of Finance*, 61, 2725-2751. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.01003.x>
- Raman, K., Shivakumar, L. & Tamayo, A. Target's earnings quality and bidders' takeover decisions. *Rev Account Stud* 18, 1050–1087 (2013). <https://doi.org/10.1007/s11142-013-9224-0>
- Sun, Q., Yung, K., & Rahman, H. (2012), Earnings quality and corporate cash holdings. *Accounting & Finance*, 52, 543-571. <https://doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00394.x>
- Sobrinho, W. B. R., Rodrigues, H. S., & Neto, A. S. (2014). Dividendos e accruals discricionários: um estudo sobre a relação entre a política de distribuição de dividendos e a qualidade dos lucros. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 11(24). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2014v11n24p3>.
- Tortoli, J., & Moraes, M. (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), 125-125.