



Determinantes da Estrutura de Capital das Fintechs de Crédito Brasileiras: Uma Análise à luz da Teoria Pecking Order

Governança Corporativa e Desempenho das Ações no Mercado Acionário Brasileiro

Incerteza da Política Econômica no Brasil e o Custo da Dívida de Empresas Brasileiras

Composição do Conselho de Administração e Pagamento de Dividendos: O Papel da Diversidade de Gênero e da Idade dos Membros do Conselho

Resenha

Proxies Informacionais: apoio à Tomada de Decisões em Micro e Pequenas Empresas

Qualidade da informação contábil na pandemia: A comparabilidade dos relatórios financeiros das companhias de saúde

REVISTA MINEIRA DE CONTABILIDADE

Periodicidade quadrimestral
Volume 25, n.2, maio/agosto de 2024
ISSN 2446-9114

CRCMG

Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais
Rua Cláudio Manoel, 639, Savassi - Cep 30140-105
BH/MG - Tel: (31) 3269-8400 - E-mail: rcrmg@crcmg.org.br
Edição: Fernanda Oliveira - MG 06296 JP

Redação: Déborah Arduini - MG 15468 JP

Assistente Editorial: Suélen Teixeira de Paula

Diagramação: Phábrica de Produções

Capa: Phábrica de Produções

E-mail: revista@crcmg.org.br

Os conceitos emitidos em artigos assinados são de inteira responsabilidade de seus autores. As matérias desta revista podem ser reproduzidas, desde que citada a fonte.

CORPO DIRETIVO**Presidente do CRCMG**

Suely Maria Marques de Oliveira

Comitê de Política Editorial

Prof^ª. Dra. Virginia Granate Costa Sousa, ISCA/UA, Portugal;
Prof. Dr. Alexandre Bossi Queiroz, Brasil;
Prof. Dr. Ilirio José Rech, Universidade Federal de Goiás (UFG), Brasil;
Prof. Dr. José Elias Feres de Almeida, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES), Brasil;
Prof. Dr. Josediton Alves Diniz, Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Brasil;
Prof. Dr. Manoel Raimundo Santana Farias, Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, FIPECAFI, Brasil;
Prof^ª. Dra. Kelly Cristina Múcio Marques, Universidade Estadual de Maringá (UEM), Brasil;
Prof^ª. Dra. Sheizi Calheira Freitas, Universidade Federal da Bahia (UFBA), Brasil;
Prof. Msc. Oscar Lopes da Silva, Saber e Saber - A Arte de Educar, Brasil

Editora

Prof^ª. Dra. Nálbia de Araújo Santos, Departamento de Administração e Contabilidade Universidade Federal de Viçosa (UFV), Brasil

Editores Adjuntos

Prof^ª. Dr^ª. Edvalda Araújo Leal, Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Brasil;
Prof. Dr. Ewerton Alex Avelar, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), Brasil;
Prof. Dr. João Estevão Barbosa Neto, Universidade Federal de Minas Gerais - UFMG, Brasil
Prof^ª. Dr^ª. Lara Cristina Francisco de Almeida Fehr, da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Brasil;
Prof^ª. Dr^ª. Luciana Holtz, Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF), Brasil;

Corpo Editorial Científico

Prof^ª. Dra. Márcia Athayde, Universidade Federal do Pará (UFPA), Brasil;
Prof^ª. Dra. Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo, Universidade Federal do Paraná (UFPR), Brasil;
Prof^ª. Dra. Patricia De Souza Costa, Universidade de Federal de Uberlândia, Faculdade de Ciências Contábeis, Brasil;
Prof. Dr. Renato Ferreira Leitão Azevedo, Postdoctoral Research Associate in the Human Factors & Aging Laboratory at the University of Illinois Urbana-Champaign (UIUC), EUA;
Prof. Dr. Romualdo Douglas Colauto, Universidade Federal do Paraná (UFPR), Brasil;
Prof. Dr. Valcemiro Nossa, FUCEPE Business School, Brasil;
Prof^ª. Dra. Vilma Geni Slomski, FECAP - Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado, Brasil;
Prof^ª. Dra. Xiomara Esther Vásquez Carrazana, Universidade de Granma, UDG, Cuba, Cuba

CONSELHO DIRETOR 2024/2025**Presidente**

Suely Maria Marques de Oliveira

Vice-Presidente Institucional

Adelaide Maria da Cruz

Vice-Presidente de Desenvolvimento**Profissional**

Andrezza Celia Moreira

Vice-Presidente de Controle Interno

Marcos de Sá Goulart

Vice-Presidente de Administração e**Planejamento**

Maria da Conceição Barros de Rezende

Ladeira

Vice-Presidente de Fiscalização,**Ética e Disciplina**

Mário Lúcio Gonçalves de Moura

Vice-Presidente de Registro

Renildo Dias de Oliveira

Conselheiros Efetivos

Adelaide Maria da Cruz
Andrezza Celia Moreira
Berenice Pereira Sucupira
Celso Guimarães da Costa
Cristiano Francisco Fonseca Neves
Cristina Lisboa Vaz de Mello
Daniel Lucas Cardoso
Davidson Ricardo de Paula
Denise de Oliveira Santos
Diógenes de Sousa Ferreira
Edenilson Durães de Oliveira
Eliana Soares Barbosa Santos
Janilton Marcel de Paiva
Juliano Beluomini
Lucas Carneiro Machado
Maique Maia Gomes
Marcos de Sá Goulart
Maria da Conceição Barros de Rezende
Ladeira

Mário Lúcio Gonçalves de Moura

Oscar Lopes da Silva

Otarcio José Dutra

Patricia Regina Teles

Raquel Angelo Araujo

Renildo Dias de Oliveira

Sandro Angelo de Andrade

Stella Maris Carvalho Cabral

Suely Maria Marques de Oliveira

Conselheiros Suplentes

Adriana da Conceição Timóteo
Alisson Celestino de Araujo
Ananê Ramos da Silva
Bruna Rauen Silva Pereira
Cleuton Assis dos Santos
Elias Wagner Silva
Emanuelly Melo Teixeira Dias Borges
Erick Junqueira de Almeida
Erico Souki Munayer
Evani Lucio de Melo
Fernanda Nogueira Gil
Gabriel Alfredo da Silva Torga
Jeferson Tulio Resende Sousa
Jens Erik Hansen
Jorlevany Regino Silva Vieira
Jose Miguel Barros de Rezende
Josmaria Lima Ribeiro de Oliveira
Leonardo Firmino dos Santos
Marcos Honorato
Marina Ribeiro Xavier Cunha
Marlúcio Cândido
Matheus Diamantino Pereira Ribeiro
Onofre Junqueira Junior
Paulo Sérgio Almeida Santos
Renildes Dantas de Almeida
Rogéria Marques Valente Libero
Sandro Lobo Araujo

Revista Mineira de Contabilidade. Ano 25, n.2, 2º Quadrimestre, 2024.
Belo Horizonte: Conselho Regional de Contabilidade de MG.
Quadrimestral
ISSN 1806-5988

2- Contabilidade - Periódico

CDU657 (051)

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, pela internet, no Sistema Eletrônico de Editoração de Revistas (SEER), disponibilizando gratuitamente o conhecimento científico ao público com vistas à sua democratização. A RMC está utilizando o SEER como meio de gerenciamento do periódico. O SEER foi traduzido e adaptado do Open Journal Systems (OJS) pelo Instituto Brasileiro de Informação em Ciência e Tecnologia (IBICT). Esse software livre, desenvolvido pela Universidade British Columbia do Canadá, tem como objetivo dar assistência à edição de periódicos científicos em cada uma das etapas do processo, desde a submissão e avaliação dos consultores até a publicação online e sua indexação. Disponível em: <http://revista.crcmg.org.br/>
© Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais - 2015

Palavra da Editora

Prezados Leitores,

Em sua segunda edição de 2024, no seu 25º volume, a Revista Mineira de Contabilidade (RMC) tem início com o editorial desenvolvido pela Professora Patrícia Siqueira Varela, que é membro do *International Public Sector Accounting Standards Board* (IPSASB) e do Comitê Permanente para Contabilidade Aplicada ao Setor Público (CP Casp) junto ao Conselho Federal de Contabilidade (CFC), com o título “Contabilidade aplicada ao Setor Público para Entidades de Pequeno e Médio Portes: implicações da materialidade e custo-benefício da informação”. Esse editorial aborda aspectos relevantes sobre as Normas Internacionais de Contabilidade aplicadas ao Setor Público (*International Public Sector Accounting Standards – IPSAS*) para Entidades de Pequeno e Médio Porte.

Com o título “Determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito brasileiras: uma análise à luz da Teoria *Pecking Order*”, o primeiro artigo é de autoria de Katia Santa Rosa Guimarães e Thiago Rios Sena. O objetivo da pesquisa foi analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, à luz da teoria *Pecking Order*, com base na literatura e em fontes secundárias de dados.

O próximo artigo tem como autores João Eduardo Ribeiro, Antônio Artur de Souza, Leticia Drummond Rezende, Camila Teresa Martucheli e Rafael César dos Santos Pires e recebe o título “Governança Corporativa e desempenho das ações no mercado acionário brasileiro”. Esse estudo analisou a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações nas dimensões de retorno, risco e liquidez de empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2020.

Em seguida, os autores Gustavo Henrique Dias Souza e Karoline Santos Barbosa apresentam o estudo cujo objetivo foi analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro. O título desse estudo é “Incerteza da política econômica no Brasil e o custo da dívida de empresas brasileiras”.

A próxima pesquisa é intitulada “Composição do Conselho de Administração e pagamento de dividendos: o papel da diversidade de gênero e da idade dos membros do Conselho”. Os autores são Vitor Fonseca Machado Beling Dias, Rodrigo Fernandes Malaquias e José Eduardo Ferreira Lopes, que tiveram o objetivo de investigar como características do Conselho de Administração (CA) das empresas de capital aberto no Brasil - a presença de mulheres no CA e a idade dos membros do CA -, se relacionam com a distribuição de dividendos.

Com o objetivo de compreender, a partir da perspectiva de empresários, como Micro e Pequenas Empresas (MPes) localizadas em Florianópolis - SC empregam *proxies* informacionais no apoio à tomada de decisões, os autores Thallya Aparecida dos Santos Gonçalves, Amanda Manes Koch e Valdirene Gasparetto apresentam o estudo intitulado “*Proxies* informacionais: apoio à tomada de decisões em Micro e Pequenas Empresas”.

Já os autores Rafael de Lacerda Moreira e Délio Santana Ressureição realizaram o estudo “Qualidade da informação contábil na pandemia: a comparabilidade dos relatórios financeiros das companhias de saúde”, cujo objetivo foi investigar o impacto do período da pandemia na qualidade da informação contábil e como isso afetou a comparabilidade dos relatórios financeiros dentro do setor de saúde.

Esta edição também apresenta uma resenha, ao final, das pesquisas “*Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience*”, de Branicki, Brammer, Linnenluecke, & Houghton (2023), e “*Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience - a practitioner view*”, de Burnet (2023), que foram publicadas no *Accounting and Business Research*. A resenha foi desenvolvida pelos autores Danilo de Sousa Araujo e Moisés Ferreira da Cunha e apresenta um sumário dos artigos que abordam a importância da contabilidade na promoção da resiliência durante a pandemia de Covid-19.

Gostaríamos de agradecer aos autores pelo voto de confiança, por submeterem suas pesquisas à RMC e por acreditarem na qualidade do seu processo de avaliação e aos avaliadores pela dedicação na realização de um trabalho prestimoso. Felicitamos os autores que tiveram os artigos aprovados e a suas pesquisas publicadas na RMC! Suas pesquisas trazem contribuições para o conhecimento da área de Ciências Contábeis.

Desejamos a todos uma excelente leitura!

Profa. Dra. Nálbia de Araújo Santos

Editorial

CONTABILIDADE APLICADA AO SETOR PÚBLICO PARA ENTIDADES DE PEQUENO E MÉDIO PORTES: IMPLICAÇÕES DA MATERIALIDADE E CUSTO-BENEFÍCIO DA INFORMAÇÃO

Patrícia Siqueira Varela

Professora Doutora do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP. Possui graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais, mestrado e doutorado em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo e Pós-doutorado em Administração Pública e Governo pela Fundação Getúlio Vargas/São Paulo. Membro do International Public Sector Accounting Standards Board (IPSASB), Membro do Comitê Permanente para Contabilidade Aplicada ao Setor Público (CP CASP) junto ao Conselho Federal de Contabilidade, Membro Suplente da Câmara Técnica de Normas Contábeis e Demonstrativos Fiscais da Federação (CTCONF) e Membro da Academia Paulista de Contabilidade. ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-4444-2930>

Apesar dos reconhecidos benefícios gerados pela normatização contábil internacional no setor público no Brasil (Lima et al., 2022), não se pode ignorar que as IPSAS são complexas (Adam & Heiling, 2023) e a sua implementação pelas entidades que reportam possui grandes custos associados (Cohen et al., 2007; Redmayne et al., 2019; Caperchione et al., 2022), mesmo para países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (OCDE, 2017).

Um padrão contábil aderente às necessidades informacionais das entidades do setor público menores e menos complexas para fins de tomada de decisão e *accountability* e que justifique os custos associados à sua implementação tem sido objeto de discussão desde 2016 pelo IPSASB – *International Public Sector Accounting Standard Board* quando o projeto IPSAS *Lite* (IPSAS para Entidades de Pequeno e Médio Portes), ou Reporte Diferenciado, foi apresentado no *Public Sector Standard Setters Forum* em *Nowalk* – Estados Unidos da América. Esta tem sido uma preocupação no contexto brasileiro, principalmente, por causa do elevado número de municípios de pequeno porte.

Após um longo período de discussão e da condução da fase de pesquisa para entendimento das principais questões que deveriam ser abordadas, um projeto chamado Reporte Diferenciado foi priorizado pelo *board* na revisão de meio do período do Planejamento Estratégico e Plano de Trabalho do IPSASB 2019-2023 (IPSASB, 2021). O IPSASB considerou que o custo de implementação do modelo Full-IPSAS poderia ser maior do que os benefícios gerados para o usuário da informação contábil sobre as entidades menores e menos complexas, o que traria implicações para a adoção e a implementação das IPSAS e, por consequência, para a qualidade e comparabilidade das informações geradas, principalmente em um contexto de expansão do número de países em processo de adoção das IPSAS, muitos deles países em desenvolvimento (IPSASB, 2021).

As experiências existentes sobre reporte diferenciado não indicavam uma mesma direção para a definição de princípios tanto para as características das entidades que deveriam ser objeto do reporte diferenciado quanto sobre as reduções que deveriam ser realizadas nas exigências das IPSAS, especialmente, se deveriam abranger os critérios de reconhecimento, mensuração e divulgação ou somente os de divulgação (Adam & Heiling, 2023; Cordery, 2023; Lima et al., 2022). Portanto, a determinação dos princípios para o reporte diferenciado tem se mostrado tarefa bastante desafiadora, especialmente, porque um projeto de alinhamento com as IFRS para pequenas e médias empresas não é adequado, uma vez que *accountability* pública é uma exigência para todas as entidades do setor público.

Apesar de inicialmente reconhecido pelo normatizador internacional como um problema a ser resolvido via normatização, ou seja, que a relação custo-benefício da informação contábil deveria ser observada na definição do padrão contábil a ser utilizado pelas entidades menores e menos complexas, em setembro de 2023, a maioria dos membros do IPSASB optou por outro caminho e concluiu que a solução seria viabilizada pelo desenvolvimento de material de suporte que pudesse facilitar o acesso, a compreensão e a aplicação das IPSAS pelas entidades do setor público. Sendo assim, o problema seria de implementação e não de normatização.

O desenvolvimento de material de suporte que possa favorecer a identificação das exigências das IPSAS que são aplicáveis ao contexto das entidades tem o potencial de reduzir os esforços dos profissionais no processo de implementação e, por consequência, os custos de geração das informações contábeis. De fato, quando analisadas para o contexto específico das entidades menores e menos complexas, muitas das exigências das IPSAS não são aplicáveis ou podem ser não aplicadas porque são parte das escolhas contábeis, por exemplo, o modelo de reavaliação para os ativos imobilizados. Mas, há um grande desafio neste processo, pois as normas são baseadas em princípios e o julgamento profissional, especialmente quanto à materialidade, está presente na determinação da aplicação ou não de determinadas exigências, reduzindo assim os benefícios potenciais dos materiais de suporte a serem desenvolvidos. A materialidade foi considerada como um dos aspectos a serem abordados pelo material de suporte, mas sem detalhes sobre a sua aplicação (IPSASB, 2023).

Os votos contrários ao desenvolvimento de material prático de suporte foram baseados no fato de a solução proposta não gerar o alívio necessário aos desafios enfrentados pelas entidades do setor público quanto às restrições de recursos e capacidade e que uma solução via normatização era necessária para atender as características qualitativas das informações contábeis previstas na Estrutura Conceitual, especialmente as restrições da materialidade e custo-benefício

da informação incluída no Relatório Contábil de Propósito Geral das Entidades do Setor Público (RCPG).

As discussões e decisões referentes ao projeto de Reporte Diferenciado geram reflexões que podem fomentar a pesquisa acadêmica e a busca por soluções pelos atores envolvidos na normatização e processo de adoção e implementação das normas convergidas às IPSAS em entidades de pequeno e médio portes.

A materialidade pode ser utilizada para promover o alívio para entidades individuais de pequeno e médio portes que são parte de uma grande entidade econômica que reporta, em especial em governos unitários, uma vez que a natureza e montante de determinados itens são imateriais em relação às demonstrações contábeis consolidadas, já que não é esperado que afetem a *accountability* e a tomada de decisão pelos usuários. Contudo, em federações, a entidade que reporta pode ser pequena e média, como no caso dos municípios brasileiros, e a mesma lógica de alívio pela restrição da materialidade pode não se aplicar.

O julgamento sobre a materialidade é realizado com base no RCPG da entidade que reporta. Dado o contexto, itens com um mesmo montante, por exemplo, *softwares*, podem ser considerados imateriais para uma grande entidade que reporta, mas pode ser material para pequenas e médias entidades. Portanto, a restrição da materialidade pode gerar alívio para grandes entidades, mas é menos provável que tenha o mesmo efeito para pequenas e médias entidades. Assim, os custos podem ser relativamente mais expressivos em relação à capacidade de geração de receitas pelas entidades de pequeno e médio porte. Consequentemente, além dos esforços para implementação, os custos também podem ser expressivos para a realização de auditorias financeiras.

Há expectativa que alguns itens sejam materiais para as entidades do setor público, por exemplo, os ativos imobilizados, dada a natureza dos seus objetivos de prestação de serviços à população. As normas de imobilizado requerem a realização do teste de imparidade (*impairment*), o que envolve a construção de capacidade interna para a condução do teste ou a contratação de serviços especializados, normalmente, com custos elevados. Dada a baixa escala das transações em entidades de pequeno e médio portes, a construção de capacidade interna, muitas vezes, é inviável. Portanto, a contratação de serviços especializados se apresenta como alternativa mais viável, gerando custos.

Neste caso, o não atendimento das exigências poderia ser fundamentada pela restrição do custo-benefício da informação, o que também envolveria um grande esforço para os profissionais obterem informações, principalmente, de todos os benefícios gerados e usufruídos pelos usuários das informações contábeis.

Ambos, materialidade e custo-benefício, envolvem julgamento profissional quanto à presença/ausência de determinados itens no RCPG ou aplicação de algum requisito específico, por exemplo, referente à mensuração. Contudo, a contabilidade com base nas IPSAS pelo regime de competência ainda é recente e há muito o que se aprender sobre como as informações contábeis são utilizadas para *accountability* e tomada de decisão e quais são os benefícios gerados. A análise da relação custo-benefício parece ser mais desafiadora, pois envolve não somente saber se a informação contábil influencia a *accountability* e tomada de decisão, mas também quais os benefícios decorrentes do seu uso.

Por ora, não há a perspectiva de uma norma internacional que promova reduções nas exigências das IPSAS para entidades de pequeno e médio portes, o que vai de encontro aos movimentos do *International Accounting Standards Board* – IASB que recentemente emitiu a *IFRS 19 Subsidiaries without Public Accountability: Disclosures*, para aplicação pelas entidades do setor privado.

As respostas dos países à ausência de uma norma internacional de Reporte Diferenciado são esperadas e que essas possam ser fundamentadas em evidências científicas sobre as exigências das IPSAS que podem ser mais bem atendidas com suportes à implementação e aquelas que requerem mudanças das normas, para que haja um ajuste mais apropriado ao contexto das entidades de pequeno e médio porte.

Esse contexto atual abre espaço para contribuições pela academia por meio de projetos de pesquisa que favoreçam o conhecimento sobre as características das entidades menores e menos complexas e as transações por elas realizadas e, por consequência, quais as IPSAS têm maior impacto nos custos. Assim, os esforços dos normatizadores nacionais e internacionais poderiam ser direcionados para reduzir os custos de implementação das IPSAS mais frequentemente utilizadas. Também, poderia favorecer o desenvolvimento de tecnologias a serem compartilhadas com entidades menores e menos complexas com a finalidade de identificar as IPSAS que são aplicáveis ao seu contexto, os itens de normas obrigatórios e os que podem ou não ser aplicados de acordo com as escolhas contábeis, mesmo que análises de materialidade e da relação custo-benefício não sejam empreendidas.

As pesquisas também poderiam explorar a carga relativa que as entidades de pequeno, médio e grande portes suportam quanto à implementação das IPSAS, por exemplo, pelas diferenças quanto às alternativas disponíveis para aplicar os testes de *impairment* – capacidade técnica própria ou contratação de serviços especializados.

Estudos sobre o tratamento da materialidade pelos preparadores das demonstrações contábeis e pelos Tribunais de Contas, enquanto responsáveis pela realização das auditorias financeira, podem ampliar o conhecimento sobre a temática e a sua aplicação pelos profissionais da contabilidade. Além disso, um campo também a ser explorado é sobre a formação dos contadores quanto aos conhecimentos e habilidades necessários para que estejam aptos a realizar julgamentos sobre materialidade e relação custo-benefício.

REFERÊNCIAS

- Adam, B., & Heiling, J. (2023). Differential reporting in the public sector—financial reporting for small- and medium-sized entities. *Public Money & Management*, 44(1), 71–79. <https://doi.org/10.1080/09540962.2023.2194029>
- Budding, T., & Helden, J. van. (2022). Theme: Politicians' use of accounting information Editorial: Unraveling politicians' use and non-use of accounting information. *Public Money & Management*, 42(3), 137–139. <https://doi.org/10.1080/09540962.2022.2028467>
- Caperchione, E., Cohen, S., Rossi, F. M., & Brusca, I. (2022). *Benefits of accrual accounting in the public sector* (p. 49). The World Bank. <https://cfr.worldbank.org/publications/benefits-accrual-accounting-public-sector>
- Cohen, S., Kaimenaki, E., & Zorgios, Y. (2007). Assessing IT as a Key Success Factor for Accrual Accounting Implementation in Greek Municipalities. *Financial Accountability & Management*, 23, 91–111. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0408.2007.00421.x>
- Cordery, C. J. (2023). New development: IPSAS-lite: some reflections and a call for research. *Public Money & Management*, 43(7), 704–708. <https://doi.org/10.1080/09540962.2023.2220543>
- International Public Sector Accounting Standards Board - IPSASB. (2023). Agenda Item 9 Differential Reporting-Application Material. https://www.ipsasb.org/_flysystem/azure-private/2023-08/9%20-%20Differential%20Reporting.pdf
- International Public Sector Accounting Standards Board - IPSASB. (2021). Mid-period work program consultation. <https://www.ipsasb.org/publications/ipsasb-mid-period-work-program-consultation>.
- Jorge, S. M. F., Jesus, M. A. J. de, & Nogueira, S. P. (2019). The use of budgetary and financial information by politicians in parliament: a case study. *Journal of Public Budgeting, Accounting and Financial Management*, 31(4), 539–557. <https://doi.org/10.1108/JPBAFM-11-2018-0135>.
- Lima, R. L. de, Lima, D. V. de, Varela, P. S., & Cruz, C. F. da. (2022). Aprendendo com as Experiências Internacionais: Normas Contábeis Diferenciadas para Entidades do Setor Público. *Contabilidade Gestão e Governança*, 25(esp), Artigo esp. <https://doi.org/10.51341/cgg.v25iesp.2902>
- OECD. (2017). *Accrual Practices and Reform Experiences in OECD Countries* (IFAC, Org.). OECD Publishing. http://www.oecd-ilibrary.org/governance/accrual-practices-and-reform-experiences-in-oecd-countries/executive-summary_9789264270572-2-en
- Redmayne, N. B., Laswad, F., & Ehalaiye, D. (2019). Evidence on the costs of changes in financial reporting frameworks in the public sector. *Public Money & Management*, 41(5), 368–375. <https://doi.org/10.1080/09540962.2019.1679482>

Sumário

Determinantes da Estrutura de Capital das <i>Fintechs</i> de Crédito Brasileiras: Uma Análise à luz da Teoria Pecking Order	8
Governança Corporativa e Desempenho das Ações no Mercado Acionário Brasileiro	20
Incerteza da Política Econômica no Brasil e o Custo da Dívida de Empresas Brasileiras	33
Composição do Conselho de Administração e Pagamento de Dividendos: O Papel da Diversidade de Gênero e da Idade dos Membros do Conselho	44
<i>Proxies</i> Informacionais: apoio à Tomada de Decisões em Micro e Pequenas Empresas	56
Qualidade da informação contábil na pandemia: A comparabilidade dos relatórios financeiros das companhias de saúde	67
Resenha	78

DETERMINANTES DA ESTRUTURA DE CAPITAL DAS FINTECHS DE CRÉDITO BRASILEIRAS: UMA ANÁLISE À LUZ DA TEORIA PECKING ORDER

DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF BRAZILIAN CREDIT FINTECHS: AN ANALYSIS THROUGH PECKING ORDER THEORY

O artigo foi aprovado e apresentado no 14º Congresso de Administração, Sociedade e Inovação (CASI), realizado de 25/05 a 27/05/2022, Online.

RESUMO

A união das finanças à tecnologia deu origem às *fintechs*, um novo modelo de negócio no setor financeiro, caracterizado pela entrega de produtos e serviços 100% digitais e remota. Deste modo, torna-se necessário discutir características desse tipo de instituição financeira, a exemplo dos fatores que estão associados às estratégias de financiamento adotadas pelos gestores. Este estudo tem por objetivo analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, à luz da teoria Pecking Order, com base na literatura e em fontes secundárias de dados. Os dados foram analisados por meio de regressão linear múltipla, utilizando informações anuais das instituições financeiras, coletadas no site IF.data do Banco Central do Brasil. A amostra consiste em 1.135 instituições não bancárias atuantes no mercado de crédito, conhecidas como *fintechs* de crédito, observadas no período de 2018 a 2023. Os achados sugerem forte capacidade preditiva à teoria Pecking Order, quanto à explicação da estrutura de capital das empresas da amostra. Em linha com a teoria, a relação positiva do tamanho do ativo, assim como a relação negativa da lucratividade, são fatores que guardam estreita relação com a proporção de capital de terceiros nas entidades, confirmando as duas hipóteses levantadas. Essa pesquisa contribui ao preencher a lacuna existente na literatura contábil referente às *fintechs* e a estrutura de capital, assim como pode contribuir de forma prática para a tomada de decisão de stakeholders desse novo tipo de negócio.

Palavras-chave: Instituições financeiras; Fintech; Endividamento; Lucratividade; Pecking Order.

ABSTRACT

The union of finance and technology gave rise to *fintechs*, a new business model in the financial sector, characterized by the delivery of 100% digital and remote products and services. Therefore, it is necessary to discuss characteristics of this type of financial institution, such as the factors that are associated with the financing strategies adopted by managers. This study aims to analyze the determinants of the capital structure of credit *fintechs* operating in the Brazilian market, in light of the Pecking Order theory, based on literature and secondary data sources. The data were analyzed using multiple linear regression, using annual information from financial institutions, collected on the IF.data website of the Central Bank of Brazil. The sample consists of 1,135 non-bank institutions operating in the credit market, known as credit *fintechs*, observed from 2018 to 2023. The findings suggest a strong predictive capacity for the Pecking Order theory, regarding the explanation of the capital structure of the companies in the sample. In line with the theory, the positive relationship of asset size, as well as the negative relationship of profitability, are factors that are closely related to the proportion of third-party capital in the entities, confirming the two hypotheses raised. This research contributes by filling the existing gap in the accounting literature regarding *fintechs* and their capital structure, as well as contributing in a practical way to the decision-making of stakeholders in this new type of business.

Keywords: Financial institutions; Fintech; Indebtedness; Profitability; Pecking Order.

Katia Santa Rosa Guimarães

Bacharel em Ciências Contábeis (2021) pela Faculdade Lusófona da Bahia (FLBA). Graduação em Arquitetura e Urbanismo (1989) pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Arquiteta fundadora do escritório FK Arquiteturas com atuação em projetos civis residenciais e corporativos. E-mail: katiasta.rosa@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0009-0000-7566-7748>, Lattes:<http://lattes.cnpq.br/2256290547709714>

Thiago Rios Sena

Doutorando em Contabilidade pela Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), Mestre em Contabilidade (2020) pela Universidade Federal da Bahia (UFBA). Especialista em Metodologia do Ensino em Contabilidade (2018) pela Unyleya. Bacharel em Ciências Contábeis (2017) pela Universidade do Estado da Bahia (UNEB). Já atuou como docente na Universidade Federal de Sergipe, Universidade Federal do Recôncavo da Bahia, Centro Universitário Estácio, Faculdade Lusófona da Bahia, entre outros. E-mail: thiagoriossena@gmail.com, ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0261-7381>, Lattes: <http://lattes.cnpq.br/2013578941925235>

1 INTRODUÇÃO

Devido à alta demanda dos mercados internacionais por eficiência nas transações monetárias de pagamento, liquidação, remessa e outras transações financeiras, identificadas pelo Banco Mundial, foi colocada em curso uma força-tarefa global visando promover a implementação de infraestruturas de mercado financeiro, novas tecnologias e abordagens compatíveis com adoção de soluções baseadas em nuvem; *fintechs*; *Application Programming Interfaces (APIs)* abertas; código QR (*Quick Response*); tecnologia de razão distribuída e outras tecnologias descentralizadas (World Bank, 2017). Phillipon (2016) afirma que a base de dados de clientes seria a principal vantagem dos operadores tradicionais do setor, porém, fusões sucessivas deixaram os grandes bancos sob camadas de tecnologia legada. As *fintechs*, startups financeiras que utilizam as tecnologias da informação e comunicação (TICs), representam a oportunidade de redesenhar os sistemas financeiros, de forma mais eficiente, desde o início.

A difusão do *smartphone* e a capacidade de fragmentar serviços são os principais motores do desenvolvimento e diversificação das *fintechs*. Em vez de depender de uma única instituição, o cliente passou a dispor de uma variedade de *fintechs* à sua escolha para adquirir serviços financeiros tais como pagamento, empréstimo (crédito), remessa de valores, investimento, entre outros. A constante melhoria do ecossistema vem ocasionando aceleração tanto no nível de investimentos no setor quanto no surgimento de *fintechs* com serviços inovadores a baixo custo (Lee & Shin, 2018).

De acordo com o Distrito *Fintech Report 2023*, relatório elaborado pela empresa Distrito utilizando informações de bases públicas, redes sociais e bases privadas, as *fintechs* de crédito assumem o primeiro lugar em quantidade de *fintechs* segundo a classificação por tipos de atividades. Esse relatório também apresenta que as *fintechs* brasileiras receberam da indústria de capital de risco investimentos de USD 3,9 bilhões em 2021, o que representa um crescimento de 100% comparado ao investido em 2020 e 1.114% em relação aos USD 321 milhões investidos em 2018 (Distrito, 2023).

Diante da presença da indústria de capitais no sistema financeiro brasileiro, surgem questionamentos e indagações sobre as preferências para definir as fontes financiamento de projetos dos gestores dessas empresas, frente à larga oferta de capital por parte de credores tão significativos. Os estudos e discussões apresentados por Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) sobre a estrutura de capital das empresas defendem que as empresas seguem uma hierarquia de preferência de fontes de financiamento. De acordo com a Teoria *Pecking Order* (Myers, 1984), as empresas optam preferencialmente por financiar suas atividades com recursos capital próprio, seguido pela emissão de títulos de dívidas e por último a emissão de ações.

Estudos que analisam os determinantes da estrutura de capital de *fintechs* foram realizados em países como a China (Qin & Liu, 2023; Lai *et al.*, 2023) e Reino Unido (Giaretta & Chesini, 2021), entretanto no Brasil apenas foi explorada essa temática envolvendo instituições financeiras tradicionais (Maia, Castro & Lamounier, 2018; Silva *et al.*, 2019). Face ao novo modelo de negócios oferecido pelas *fintechs*, emergiu a seguinte pergunta de pesquisa: **Quais são os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro entre 2018 e 2023?** Dessa forma, o presente estudo tem como objetivo analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, à luz da Teoria *Pecking Order*.

Nos últimos vinte anos, o mundo vem presenciando o advento da inteligência artificial (IA); a desmaterialização do dinheiro; a transformação digital e o surgimento das *fintechs*. Diante desta perspectiva, o tema da pesquisa é relevante e contemporâneo. Entretanto, em geral as pesquisas que abordam o tema *fintech* estão direcionadas para a suposta melhoria na experiência do usuário oportunizada pelos serviços digitais, remotos e isentos de tarifas (Wolf, 2020; Cordeiro, 2018; Zarrouk, 2021, Giaretta & Chesini, 2021)). Baseado no levantamento do estado da arte sobre a temática de *fintech*, percebe-se uma lacuna de trabalhos que abordem aspectos contábeis como: desempenho operacional, estrutura de capital e alavancagem corporativa das *fintechs* atuantes no mercado brasileiro. Assim, o presente estudo contribui academicamente ao preencher a lacuna na literatura referente a análise da estrutura de capital das *fintechs* de crédito brasileiras, fundamentada na teoria *Pecking Order*. Além da contribuição acadêmica, entender os determinantes a estrutura de capital pode contribuir de forma prática para subsidiar processos decisórios de investidores, stakeholders do setor financeiro, órgãos reguladores e demais usuários da informação contábil.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Fintechs* no Brasil

O avanço da tecnologia móvel permitiu o surgimento de um novo sistema financeiro totalmente manipulável por meios eletrônicos. As *fintechs*, empresas de base tecnológicas que prestam serviços financeiros combinando serviços de rede social, tecnologias de internet, inteligência artificial e análise de *big data* (Lee & Shin, 2018), funcionam em completa simbiose com um ecossistema composto por desenvolvedores de tecnologia, consumidores de serviços financeiros (empresas e indivíduos), instituições financeiras tradicionais, empresas globais de telecomunicações e governos (Diemers, Lamaa, Salamat & Steffens, 2015).

Walchek (2015) observa que em vez de dependerem de uma única instituição financeira, cada vez mais, por meio de *smartphones* ou *smartwatches*, os consumidores passaram a escolher os diferentes serviços que preferem para seus pagamentos, empréstimos, aplicações ou remessa de valores. Nesse aspecto, Lee e Shin (2018) alertam que os inves-

tidores mais propensos ao risco têm enxergado oportunidades promissoras na criação de *fintechs*, elevando o nível de investimentos no setor nos últimos anos.

Dermine (2017) enfatiza que embora as *fintechs* possam afetar o sistema bancário com operações *peer-to-peer* (P2P) *lending* e *marketplace*, operações de empréstimo financeiro não podem ser consideradas como simples combinação entre investidores e tomadores de crédito. Em comparação com as agências bancárias tradicionais, uma *fintech* que atua de forma remota, sem dispor de agências físicas, costuma estar em desvantagem competitiva em alguns aspectos, à exemplo do procedimento de cobrança a clientes inadimplentes. Apesar das grandes somas em negócios operacionalizados por *fintechs* e sua presença poder afetar o sistema bancário com atividades concorrentes, Li, Spigt e Swinkels (2017) encontram um efeito positivo sobre o retorno das ações de 47 bancos de varejo norte-americanos entre 2010 a 2016.

No Brasil, a regulamentação acerca das *fintechs* tem como marco o ano de 2013, com a promulgação da Medida Provisória nº 615/2013 e da Lei nº 12.865/2013. A partir dessas normas, o Banco Central do Brasil (BCB), regulamentou as instituições de pagamento (IPs), ramo de atividade que oficializou a atuação das *fintechs* no Brasil. Embora essa regulamentação seja o marco da entrada dos serviços digitais no país, as instituições de pagamento não tinham autorização para realizar empréstimos e outras operações financeiras (Wolf, 2020). Somente em 2018, através da resolução nº 4.656, o BCB regulamentou as sociedades de crédito direto (SCD) e as sociedades de empréstimo entre pessoas (SEP), isto é, *peer-to-peer* (P2P) *lending*. As SCDs e as SEPs são as primeiras Instituições Financeiras (IFs) com permissão para realizar operações de empréstimo e financiamento exclusivamente por meio de plataforma digital (Brasil, 2018). Embora os empréstimos P2P existissem antes de serem regulamentados em 2018, as *fintechs* utilizavam os bancos como intermediários nessas operações, repassando a eles uma fatia do lucro obtido (Santos, Ely e Carraro, 2020).

Atualmente, as *fintechs* podem ser classificadas em 14 tipos de atividades, conforme a sua atuação. A empresa Distrito de consultoria e fomento do ecossistema fintech brasileiro, vem retratando desde o ano 2000 a expansão do panorama nacional. A versão 2023 do seu relatório anual registrou 1.450 *fintechs* representando um crescimento de 49,3% no volume total de iniciativas comparado às 971 levantadas em 2018 (Distrito Fintech Report, 2023). Baseado nesse relatório, a Tabela 1 apresenta a quantidade de *fintechs* por tipo de atividade atuando no Brasil:

Tabela 1 - Atividade das *fintechs* no Brasil

Tipo de Atividade	Número de <i>Fintechs</i>
Crédito – Sistemas de oferta e concessão de crédito com base tecnológica.	258
Backoffice (Gestão Financeira) – Softwares e serviços para gerenciar as diversas áreas da vida financeira das empresas.	217
Meios de Pagamentos – Serviços, produtos e tecnologias de facilitação e processamento de pagamentos.	191
Tecnologia financeira – Provedores de tecnologia de infraestrutura para outras empresas e instituições financeiras.	183
Serviços Digitais – Empresas que oferecem serviços financeiros e bancários administrados ou executados de forma digital.	117
Investimentos – Plataformas e serviços que permitem que usuários invistam dinheiro e obtenham retornos em diferentes classes de ativos.	105
Criptomoedas – Tecnologia blockchain e sua aplicação em moedas virtuais.	96
Finanças Pessoais – Produtos e serviços que oferecem gestão, tracking e educação relativos à vida financeira da pessoa física.	62
Crowdfunding – Plataformas e serviços que unem grupos de contribuintes financeiros para um propósito específico.	54
Risco e Compliance – Análise e comprovação de informações e dados de empresas, clientes e mais.	52
Negociação de dívidas – Startups que lidam com dívidas do ponto de vista do credor e do devedor.	38
Fidelização – Plataformas e sistemas que visam gerar fidelização e retenção de funcionários e clientes.	30
Cartões – Startups que oferecem cartões de diferentes tipos.	25
Câmbio – Tecnologia e serviços para facilitar o fluxo de valores entre diferentes países e moedas.	22
Total	1.450

Fonte: Adaptado de Distrito Fintech Report (2023)

De acordo com o BCB, as *fintechs* de crédito são classificadas como N1 (instituição não bancária atuante no mercado de crédito). O BCB disponibiliza um banco de dados com informações referentes as *fintechs* de crédito, denominado IFData (<https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>). A partir desse site podem ser encontradas informações cadastrais e financeiras das instituições que estejam autorizadas a funcionar no Brasil. Uma vez que existe disponibilidade pública de dados contábeis confiáveis das *fintechs* de crédito, torna-se possível realizar pesquisas científicas para compreender as características financeiras e os fatores relacionados a elas, à exemplo da estrutura de capital e seus determinantes.

2.2 Estrutura de Capital e seus Determinantes Baseado na Teoria Pecking Order

A tentativa de explicar os fatores que influenciam a preferência pela utilização de capital próprio ou do capital de terceiros por parte dos gestores levou ao surgimento de diversas teorias financeiras (Albanez & Valle, 2009). Entre elas, destacam-se a teoria do *Free Cash Flow* (focada nos custos de agência), a teoria *Trade-off* (direcionada para a carga tributária) e a teoria *Pecking Order* (centrada na assimetria informacional), sendo essa última a partir da qual esse artigo foi conduzido.

A teoria *Pecking Order* (POT) ou teoria do financiamento hierárquico, de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), considera que os gestores têm informações que os credores externos não têm. Tal assimetria de informações impacta o custo do capital e, por esta razão, a escolha das fontes de financiamento para os projetos é feita com base em uma hierarquia de preferência de financiamento. Cada escolha tem seu custo e seu benefício. A POT afirma que a preferência por recursos gerados internamente, ou seja, o capital próprio, vem sempre em primeiro lugar. A emissão de títulos de dívidas seria a segunda opção, enquanto aumentar seu patrimônio através da emissão de ações, a última.

Com relação ao ambiente econômico brasileiro, o estudo de Tani e Albanez (2016) evidenciou a capacidade de explicação da POT a cerca das decisões de financiamento no ambiente de assimetria informacional das companhias abertas brasileiras do segmento tradicional da B3 no período de 2010 a 2014. Em contrapartida, a teoria não demonstrou eficácia em explicar as decisões de financiamento no ambiente com maior nível de governança corporativa, e consequente redução de assimetria informacional, das empresas listadas no segmento Novo Mercado.

Assim como Silva, Santos, Ramos e Freitas (2019) o modelo adotado foi desenhado a partir de variáveis identificadas na literatura com representativa capacidade preditiva para explicação da estrutura de capital, representada no presente estudo pela variável endividamento (ENDIV). De acordo com os estudos de Rajan e Zingales (1995) e Frank e Goyal (2003), alguns fatores aparecem de forma consistente, inclusive com estudos anteriores, relacionados à estrutura de capital das empresas, ou seja, como determinantes convencionais do endividamento, entre eles: o tamanho do ativo, a lucratividade e a oportunidade de crescimento (Djellali, 2018).

O fator tamanho é uma barreira enfrentada pelas *fintechs* na busca por financiamento externo. Nos estágios iniciais de vida as empresas tendem a depender fortemente do patrimônio do empresário fundador; possuir quantidade de clientes reduzida, ou inexistente e uma pequena diversificação de produtos a oferecer, ou seja, sua presença no mercado ainda é inexpressiva (Djellali, 2018). De acordo com Rajan e Zingales (1995), há uma relação positiva entre tamanho e acesso ao crédito. De forma similar, Pinto e De Souza Costa (2019) em seu estudo sobre a estrutura de capital de 176 companhias abertas brasileiras para período de 2010 a 2015, evidenciaram que companhias maiores apresentam relação positiva com financiamento por capital de terceiros.

Alinhado às bases da Teoria Pecking Order e aos resultados encontrados por estudos anteriores, é esperado uma relação positiva entre o tamanho da empresa e a estrutura de capital, ou seja, quanto maior a empresa, maior a propensão a captar recursos de terceiros. Assim sendo, é estabelecida a seguinte Hipótese 1:

H1 - Há uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o endividamento das *fintechs* de crédito que atuam no mercado brasileiro.

Ainda de acordo com os preceitos da POT, negócios lucrativos conseguem financiar seus ativos mantendo-se menos endividados. De acordo com Myers (1984) e Myers e Majluf (1984) empresas lucrativas, irão preferir evitar as dívidas ao financiar seus projetos por meio de fundos gerados internamente. Tal comportamento prevê uma relação negativa entre lucratividade e estrutura de capital. Em linha com trabalhos anteriores, Correa, Basso e Nakamura (2013) em sua análise das 500 maiores empresas abertas e fechadas brasileiras para o período de 1999 a 2004, demonstraram haver uma relação negativa entre a lucratividade e o endividamento das empresas. Seus resultados sugerem que a POT é consistente para explicar a estrutura de capital das maiores empresas brasileiras.

Portanto, uma vez que há consistência nos resultados descritos em estudos anteriores condizentes com a Teoria Pecking Order, espera-se que as *fintechs* de crédito com maiores índices de lucratividade tenham menor interesse em captar recursos de terceiros. Baseado nisso, é descrito abaixo a Hipótese 2:

H2 - Há uma relação negativa entre a lucratividade e o endividamento das *fintechs* de crédito que atuam no mercado brasileiro.

Com relação à oportunidade de crescimento, embora a literatura da POT aponte uma relação negativa com a estrutura de capital, o resultado do estudo de Coleman e Robb (2011), indicou que empresas de base tecnológica, com alto potencial de crescimento e vantagem competitiva na forma de capital intelectual, têm maiores chances de atrair fontes externas de dívida e patrimônio, mesmo nos primeiros anos de atividade, diferentemente das novas empresas em geral. Nestes casos, embora não tenham encontrado suporte para a teoria, os resultados mostraram que o comportamento do empreendedor pode ou não acompanhar a POT, à depender das características particulares de cada negócio.

Face aos resultados mistos presentes na literatura e particularidades no comportamento do empreendedor de acordo com as características do negócio, foi estabelecida uma hipótese neutra a respeito da relação entre oportunidade de crescimento e estrutura de capital:

H3 - Há uma relação entre a oportunidade de crescimento e o endividamento das *fintechs* de crédito que atuam no mercado brasileiro.

A estrutura de capital das empresas, portanto, é o resultado da combinação entre patrimônio líquido e dívida. Os resultados do estudo de Henrique, Silva, Soares e Da Silva (2018) sobre 723 empresas abertas na B3, de diversos setores da economia brasileira, no período de 2005 e 2014, demonstraram que existem especificidades de ativos e investimentos para cada segmento de atividade empresarial as quais são refletidas na estrutura de capital do setor. Essas peculiaridades setoriais precisam ser observadas afim de se evitar inferências enviesadas, recomendando, portanto, que as amostras sejam segmentadas por ramo de atuação. Também Myers (2001) enfatiza que as teorias não foram projetadas para serem gerais, deste modo uma amostra multisetorial pode ter baixa eficácia podendo ser mais útil testar subamostras. Diante disso, a seleção da amostra do presente estudo se restringe a um conjunto específico de empresas dentro do setor financeiro (*fintechs* de crédito), buscando aumentar a eficácia do modelo testado.

2.3 Estudos Anteriores Relacionados

Em decorrência da lacuna existente relacionada ao tema dessa pesquisa e para atender a aspectos específicos sobre determinantes da estrutura de capital de *fintechs* de crédito, foi realizando o levantamento do estado da arte utilizando estudos sobre instituições financeiras tradicionais e pequenas empresas de base tecnológica. Espera-se que tais estudos apontem o direcionamento para discussões envolvendo as *startups* financeiras que utilizam as tecnologias da informação e comunicação (*fintechs*). O Quadro 1 apresenta de maneira sintetizada o objetivo, amostra, metodologia e resultados encontrados por tais estudos:

Quadro 1 - Pesquisas anteriores relacionadas

Autores	Objetivo, período e método	Resultados
Coleman e Robb (2011)	Este artigo objetiva explorar a relação entre a da estrutura de capital e o padrão de financiamento de novas empresas baseadas em tecnologia. Foi estudado o primeiro ano de vida de 4.022 empresas estadunidenses, no período de 2004 a 2008. As amostras foram analisadas por meio de estatística descritiva e regressão linear múltipla.	Os resultados evidenciaram que empresas com alto potencial de crescimento ou inovação são capazes de atrair elevados níveis de capital externo, mesmo em seu primeiro ano de vida, porque há um <i>pool</i> de potenciais investidores externos que se especializam em empresas de base tecnológica, minimizando a assimetria informacional.
Djellali (2018)	O objetivo desta pesquisa é estudar a estrutura de capital das <i>fintechs</i> francesas sob o prisma da POT. A amostra é composta por um total de 56 startups, analisadas no ano de 2018. Os dados foram modelados por meio do método dos mínimos quadrados ordinários (OLS). A regressão linear múltipla foi realizada através do <i>software</i> XLSTAT.	Os resultados sugerem forte adesão das decisões de financiamento das <i>fintechs</i> francesas com a POT. A variável tangibilidade apresentou relação direta, enquanto as variáveis tamanho; lucratividade e oportunidade de crescimento apresentaram relação inversa com o endividamento das <i>startups</i> .
Maia <i>et al.</i> (2018)	O estudo verificou os fatores determinantes da estrutura de capital de instituições financeiras brasileiras. Foram analisados 151 bancos no período de 1995 a 2016. Tomou-se duas variáveis dependentes: o endividamento total (ET) e sobre o patrimônio líquido (EP). As amostras foram analisadas por regressão de dados em painel <i>pooled</i> método dos mínimos quadrados ordinários (MQO).	Em relação ao endividamento total (ET) as variáveis mais significativas foram liquidez; lucratividade; oportunidade de crescimento, e tamanho. Quando considerado o endividamento do PL (EP) as variáveis mais significativas foram liquidez; tangibilidade; lucratividade; oportunidades de crescimento e tamanho. Ambos os resultados são consistentes com a POT.
Silva, Santos Ramos e Freitas (2019)	O objetivo do estudo é investigar os determinantes da estrutura de capital dos bancos brasileiros. Foram analisadas 80 instituições no período de 2010 a 2017. As técnicas estatísticas foram análise de correlação e emprego de regressão linear múltipla com dados em painel.	Quanto à estrutura de capital dos bancos brasileiros, convergente com empresas não financeiras e com a POT, os resultados indicaram que os fatores risco; tamanho; e tangibilidade, se mostraram significantes a 1%, enquanto rentabilidade e IPCA se mostraram significantes a 5%.
Giaretta e Chesini (2021)	Utilizando uma base de dados recolhida manualmente que mapeia <i>fintechs</i> constituídas no Reino Unido entre 2010 e 2015, este estudo examinou como suas características afetam os tipos de financiamento utilizados nos primeiros três anos de atividade.	Os resultados da análise empírica demonstram que as <i>fintechs</i> tem maior probabilidade de serem financiadas com dívida de longo prazo. A estrutura dos ativos, as características dos proprietários e a atividade específica da <i>fintech</i> influenciam a fonte de financiamento.

Autores	Objetivo, período e método	Resultados
Qin e Liu (2023)	Este artigo tem como objeto de pesquisa as empresas de tecnologia financeira listadas com ações A da China e estuda os efeitos da estrutura de financiamento, por meio de análise de regressão.	A regressão mostra que as <i>fintechs</i> listadas podem melhorar o seu próprio desempenho através do autofinanciamento; reduzirão o seu desempenho através do financiamento da dívida; a utilização de financiamento de dívida reduzirá o desempenho empresarial; a alta concentração de capital ajuda a melhorar o desempenho corporativo.
Lai, Yue, Guo e Zhang (2023)	Este artigo explora soluções para lidar com o excesso de alavancagem corporativa na perspectiva das <i>fintechs</i> usando empresas chinesas listadas de 2007 a 2020 como amostra.	Os resultados apontam que a <i>fintech</i> que reduz significativamente as restrições de financiamento melhora a liquidez das ações, o que é benéfico para o alívio do excesso de alavancagem. Este impacto é mais pronunciado nas empresas privadas e nas empresas com um grau relativamente baixo de liberalização do mercado de capitais.

Fonte: Dados da pesquisa (2024)

Estudos que analisam os determinantes da estrutura de capital de *fintechs* foram realizados em países como a China (Qin & Liu, 2023; Lai *et al.*, 2023) e Reino Unido (Giaretta & Chesini, 2021). Carecem estudos sobre esse temática envolvendo *fintechs* no Brasil, mas é possível encontrar estudos relacionados à bancos, instituições financeiras tradicionais (Maia *et al.*, 2018; Silva *et al.*, 2019). Em geral, os resultados se mostram aderentes à *Teoria Pecking Order*, apresentando relação entre o endividamento dessas empresas e suas características como tamanho do ativo, liquidez, tangibilidade, lucratividade e oportunidades de crescimento. Cabe mencionar que novas empresas baseadas em tecnologia podem apresentar um diferente padrão de financiamento (Robb e Coleman, 2011). Diante disso, mostra-se relevante a necessidade de analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* no mercado brasileiro.

3 METODOLOGIA

3.1 Caracterização da Pesquisa

Para analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, realizou-se uma pesquisa descritiva, por meio da qual, de acordo com Gil (2002), objetiva-se descrever as características de uma determinada população. Trata-se de uma investigação de natureza quantitativa, que utiliza técnicas estatísticas análise dos dados secundários obtidos por meio de pesquisa documental.

3.2 Procedimentos de Coleta de Dados e Análise dos Resultados

Quatorze tipos diferentes de atividades são desempenhadas pelas *fintechs* no Brasil (Tabela 1). Tendo em vista o tamanho e a complexidade do mercado de serviços financeiros digitais, a população da presente pesquisa restringe-se às *fintechs* de crédito (empréstimos) atuantes no mercado. Essa escolha foi motivada pelo fato dessa atividade de *fintech* ser aquela que apresentou o maior número de empresas no ano de 2023, além de ter sido regulamentada recentemente por meio da resolução nº 4.656/2018 do BCB. Foram analisadas as demonstrações contábeis semestrais dessas empresas no período de 2018 a 2023, sendo, respectivamente, o ano de início das atividades regulamentadas e o último semestre com informações públicas disponíveis (06/2023),

Os dados foram coletados a partir do Portal IFData, um banco de dados público disponibilizado pelo BCB. Esse portal foi criado para atender ao disposto na Lei de Acesso a Informação (Lei 12.527/2011), armazenando informações provenientes dos relatórios trimestrais divulgados pelas instituições financeiras. As informações disponibilizadas contemplam informações contábeis, de capital, de crédito, de câmbio e segmentação das instituições financeiras. A confiabilidade dos dados coletados a partir desse portal pode ser assegurada pela rigorosa fiscalização exercida pelo Banco Central do Brasil.

A amostra foi obtida a partir de filtragens sucessivas do banco de dados IFData, com base nas características das instituições financeiras do estudo e disponibilidade de dados, conforme a Tabela 2.

Tabela 2 - População e amostra

CRITÉRIO DE SELEÇÃO	Nº
(=) População: Todas as observações de <i>fintechs</i> do site IFData do BCB (2018 a 2023)	14.711
(a) Eliminação das observações de empresas não classificadas como <i>fintech</i> de crédito	(13.153)

CRITÉRIO DE SELEÇÃO	Nº
(=) Total de <i>fintechs</i> de crédito	1.558
(b) Eliminação das observações de <i>fintechs</i> de crédito com controle público	(176)
(c) Eliminação das observações com dados faltantes (missing)	(247)
(=) Total de observações da amostra	1.135

Fonte: Dados da pesquisa (2024)

Os dados utilizados para seleção da amostra e cálculo de todas as variáveis dessa pesquisa foram coletados diretamente das demonstrações disponibilizadas no IFData: Ativo, Passivo e Demonstração do Resultado. Para seleção da amostra foram considerados os dados contábeis das *fintechs* de crédito em cada semestre do período analisado. Foram encontradas 14.711 observações *fintech*-semestre, sendo que apenas 1.558 correspondiam a *fintechs* de crédito. As *fintechs* de crédito com controle público (176 observações) foram excluídas da amostra em virtude de terem objetivos diferentes das *fintechs* de crédito de controle privado. Por último, foram excluídas as observações que apresentavam dados faltantes (247 observações), uma vez que não seria possível realizar os cálculos das variáveis analisadas para essas observações.

Para realizar a análise os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, utilizou-se como base o modelo econométrico adotado por Djellali (2018). Adicionalmente foram incorporadas outras variáveis presentes em estudos de temática semelhante no contexto brasileiro. O Quadro 2 apresenta, de maneira resumida, as variáveis utilizadas, a relação esperada, o seu respectivo cálculo e os autores que também utilizaram em cenário semelhante:

Quadro 2 - Variáveis do estudo

VARIÁVEL	RELAÇÃO ESPERADA	CÁLCULO DA PROXY	AUTORES
ENDIV Endividamento Geral	Variável Dependente	$(\text{Passivo Circ} + \text{Passivo Não Circ}) / \text{Ativo Total}$	Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2003); Vanacker e Manigart (2010); Coleman e Robb (2011); Chevallier e Miloudi (2014); Moreschi, Neuhaus, Fischer e Oro (2018); Maia <i>et al.</i> (2018); Djellali (2018); Sales e Carvalho (2018); Oliveira (2018); Silva <i>et al.</i> (2019)
TAM Tamanho	Positiva	Logaritmo Natural do Ativo Total	Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2003); Chevallier e Miloudi (2014); Djellali (2018); Maia <i>et al.</i> (2018); Oliveira (2018); Silva <i>et al.</i> (2019);
ROA Lucratividade	Negativa	Lucro Líquido / Ativo Total	Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2003); Coleman e Robb (2011); Chevallier e Miloudi (2014); Maia <i>et al.</i> (2018); Djellali (2018); Santos <i>et al.</i> (2020)
CRESCIM Oportunidade de Crescimento	Positiva ou Negativa	Ativo Permanente / Ativo Total	Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2003); Djellali (2018); Maia <i>et al.</i> (2018)
OPCRED Operações de Crédito	Positiva	Logaritmo Natural da Renda oriunda de Operações de Crédito	Santos <i>et al.</i> (2020)
LIQDZ Liquidez Geral	Negativa	$(\text{Ativo Circ} + \text{Realizável Longo Prazo}) / (\text{Passivo Circ} + \text{Passivo Não Circ})$	Maia <i>et al.</i> (2018); Moreschi <i>et al.</i> (2018)
PL Divida maior que Ativo Total	Positiva	1 para PL negativo; zero caso contrário	Vanacker e Manigart (2010)

Fonte: Elaborado pelos autores (2024)

A variável ENDIV foi utilizada como proxy para mensurar a estrutura de capital, sendo essa a variável dependente desse estudo. As variáveis TAM, ROA e CRESCIM compõem as variáveis independentes, as quais estão relacionadas com as três hipóteses descritas anteriormente. As variáveis OPCRED, LIQDZ, PL são utilizadas como controle, para mitigar o risco de viés de estimação dos coeficientes.

Para testar as hipóteses dessa pesquisa, foi adotada a estimação robusta dos coeficientes por meio da regressão de dados em painel por efeitos fixos controlados por empresa e semestre, conforme Equação (1), contemplando as variáveis descritas no Quadro 2:

$$ENDIV_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 CRESCIM_{it} + \beta_4 OPCRED_{it} + \beta_5 LIQDZ_{it} + \beta_6 PL_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde cada variável corresponde a empresa *i* no período *t*, sendo ENDIV o endividamento; TAM, o tamanho da empresa; ROA, a rentabilidade; CRESCIM, a oportunidade de crescimento; OPCRED, a receita com operações de crédito; LIQDZ, a liquidez geral; PL, dummy para patrimônio líquido negativo.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise Descritiva

A amostra é composta por 171 instituições não bancárias atuantes no mercado de crédito, de porte inferior a 1% do PIB, distribuídas nos segmentos S3, S4 e S5, de acordo com a classificação de porte e risco do BCB. De acordo com os dados de junho de 2023, do total de *fintechs* em atividade, 78% pertencem ao segmento S5, 20% ao segmento S4 e apenas 2%, ou seja, 3 empresas, Nubank, Porto Seguro e Poupex, têm porte S3.

Como característica geral tem-se que, 35% das empresas têm ativo total superior a 240 milhões de reais e 53% do total estão sediadas na região Sudeste. Foi constatado em média, no período, aumento de 208,5% no ativo total; de 504% no ativo permanente, de 296,5% no passivo total, de 32,6% no patrimônio líquido, de 141,4% nas rendas oriundas de operações de crédito e 114% no lucro líquido. A Tabela 3 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas nesse estudo:

Tabela 3 - Estatística descritiva

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
ENDIV	0,4819172	0,3395922	0,000679	1,067529
TAM	10,54319	2,610185	5,356586	18,44078
ROA	0,0019427	0,1133926	-1,14262	0,6227142
CRESCIM	0,0430032	0,1484537	0	0,9857898
OPCRED	8,115952	2,938267	0	15,97768
LIQDZ	18,34242	66,29548	0,9069624	1472,853

Nota: ENDIV: Endividamento; TAM: Tamanho; ROA: Lucratividade; CRESCIM: Oportunidade de crescimento; OPCRED: Operações de crédito; LIQDZ: Liquidez geral.

Fonte: Dados da pesquisa (2024)

Conforme observa-se na estatística descritiva na Tabela 3, embora haja alguma dispersão, os resultados apontam que, em média, as empresas tiveram uma performance positiva. A variável dependente endividamento geral (ENDIV), ou seja, o somatório das obrigações de curto e longo prazo, equivalem em média a 48,2%, ou seja, o ativo é financiado por 51,8% de capital próprio e 48,2% de capital de terceiros. Esse valor mostra-se próximo ao identificado na pesquisa de Chevallier e Miloudi (2014) que obteve média de 54,5% relativa ao endividamento das PMEs francesas de alta tecnologia, acima dos 20% da pesquisa de Djelalli (2018) sobre *fintechs* francesas e, abaixo dos valores encontrados nas pesquisas de Moreschi *et al.* (2018); Sales e Carvalho (2018) e Silva *et al.* (2019) sobre bancos brasileiros, nas quais o endividamento médio posiciona-se acima de 80%. Essa diferença pode significar que instituições financeiras tradicionais tendem a apresentar maior proporção de capital de terceiros (Oliveira, 2018).

A variável tamanho do ativo (TAM), expressa em logaritmo natural, quando expressa em reais (R\$) revela que 76% das empresas, a maioria da amostra, tem ativo total abaixo de 240 milhões, porte das PMEs brasileiras, com exigências simplificadas em termos de risco e garantia física, similar à amostra dos estudos de Chevallier e Miloudi (2014) e Djelalli (2018).

O ROA mede a taxa de lucratividade da empresa, sua capacidade geradora de resultados, independentemente de sua estrutura de financiamento. O índice encontrado de 0,19% na média, se diferencia da média dos índices de grandes instituições financeiras (1,9%), os bancos brasileiros, encontrada por Sales e Carvalho (2018). A baixa rentabilidade pode ser em função de estratégias de entrada no mercado, oferecendo serviços sem custo ao cliente para aumentar o market-share.

Quando comparada a rentabilidade das *fintechs* francesas, Djellali (2018) encontra o índice de -5,71%, demonstrando que as *fintechs* de crédito brasileiras são mais rentáveis.

Comparando-se o percentual médio de oportunidade de crescimento (CRESCIM) de 4,3% da presente amostra, calculado pela razão entre o ativo permanente e o ativo total, com o percentual médio de 15,98% das *fintechs* francesas da pesquisa de Djellali (2018), observa-se o baixo nível geral de investimentos das *fintechs* de crédito brasileiras.

A variável OPCRED expressa aspectos específicos do desempenho das instituições financeiras a partir da análise da renda oriunda de operações de crédito. O elevado grau de dispersão desta variável sugere desigualdade quanto ao volume de operações de crédito realizados pelas instituições. O índice encontrado de 812% na média, é o dobro da média dos índices dos bancos comerciais brasileiros (417%), encontrada por Santos *et al.*(2020).

A variável liquidez geral (LIQDZ) informa quanto a instituição detém, no ativo circulante e realizável de longo prazo, para cada R\$ 1,00 de dívida assumida. O índice de liquidez geral de 18,3 demonstra que, em média, as *fintechs* têm condições favoráveis de liquidez em comparação com a média (2,44) de liquidez geral encontrada por Maia *et al.* (2018) no estudo sobre fatores determinantes da estrutura de capital de 151 bancos brasileiros no período de 1995 a 2016.

Quanto a *dummy* PL, identificou que apenas duas instituições apresentaram passivo maior que o ativo: BRK SA CRÉDITO e DACASA FINANCEIRA.

4.2 Análise Multivariada

Conforme Tabela 4, denota-se que o poder explicativo do modelo econométrico da análise de regressão linear múltipla de dados em painel com efeito fixo controlado por empresa e semestre obteve um coeficiente de determinação R² ajustado de 0,91, ou seja, a variação média do endividamento (ENDIV), pode ser explicada pelo conjunto de indicadores de desempenho na proporção de 91%, superior aos 57% encontrados por Djellali (2018) e 70% encontrado por Chevallier e Miloudi (2014). Esse coeficiente expressa que apenas 9% das alterações do endividamento deve-se a outras variáveis não consideradas no modelo.

Tabela 4 - Regressão da variável dependente ENDIV

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	t	p-valor	
Constante	-1,04931	0,1352111	-7,76	0,000	***
TAM	0,1375298	0,0138314	9,94	0,000	***
ROA	-0,2803052	0,0477707	-5,87	0,000	***
CRESCIM	-0,1906453	0,1442272	-1,32	0,187	
OPCRED	0,0110612	0,0060895	1,82	0,070	*
LIQDZ	-0,0002156	0,0001183	-1,82	0,069	*
PL	0,1697018	0,0560513	3,03	0,003	***

Nota: ENDIV: Endividamento; TAM: Tamanho; ROA: Lucratividade; CRESCIM: Oportunidade de crescimento; OPCRED: Operações de crédito; LIQDZ: Liquidez geral; PL: *Dummy* igual a 1 para PL negativo; Níveis de significância: ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2024)

O coeficiente da variável TAM (0,138), apresentou relação positiva e significância estatística de 1% com o endividamento. Essa ocorrência demonstra que cada acréscimo de 1% ao tamanho do ativo irá causar, em média, uma variação positiva de 0,138 no endividamento, atestando que quanto maior a empresa, mais atraente se tornará para credores, maior será seu endividamento, corroborando com a POT e com o que foi atestado por Rajan e Zingales (1995); Frank e Goyal (2003); Maia *et al.* (2018); Oliveira (2018); Silva *et al.* (2019) e Santos *et al.* (2020).

O ROA (-0,280), tem coeficiente negativo e significância estatística de 1%. Esse resultado demonstra importante adesão à POT, a qual preconiza haver uma hierarquia na escolha do financiamento das atividades da empresa, estando os recursos gerados internamente, quando disponíveis, no topo da lista de preferências. Tal resultado é consistente com Myers (1984), Myers e Majluf (1984), Rajan e Zingales (1995), Frank e Goyal (2003), Chevallier e Miloudi (2014), Maia *et al.* (2018), Djellali (2018), Santos *et al.* (2020).

A variável CRESCIM (-0,190) que mede as oportunidades de crescimento do negócio, apresentou coeficiente negativo, condizente com o esperado pela POT, porém, não apresentou significância estatística. O sinal dessa relação converge com os estudos de Rajan e Zingales (1995), Frank e Goyal (2003), Djellali (2018) e Maia *et al.* (2018) nos quais esse coeficiente assume sinal negativo indicando que instituições com melhores oportunidades de crescimento evitam o endividamento. Entretanto, a característica das *fintechs* serem empresas de base tecnológica e atrativas ao investidor de risco pode influenciar positivamente no endividamento (Coleman e Robb, 2011). Diante desses efeitos de sinais contrários (positivo para oportunidade de crescimento em geral e negativo para empresas de base tecnológica), o efeito líquido do CRESCIM pode ter se tornado nulo, estatisticamente igual a zero, conforme indica a não significância desse coeficiente.

A variável OPCRED (0,011) tem relação positiva com a variável dependente endividamento, sendo estatisticamente significativa a 10%. De acordo com Santos *et al.* (2020) a renda obtida na operação de crédito é a principal fonte de receitas do segmento. É esperado que as *fintechs* que apresentem maior valor em receita de operações de crédito sejam também aquelas que são as maiores no seu segmento, levando a uma interpretação similar à variável TAM e uma covariância entre tais variáveis que possa afetar a significância estatística de OPCRED. Ao verificar a correlação entre OPCRED e TAM, é encontrada uma correlação com valor de 0,8, indicando que as empresas com maior receita de operações de crédito também são maiores em tamanho. Empresas com maior receita podem ter acesso facilitado ao crédito ou menor taxa de juros com terceiros, impactando positivamente no endividamento da fintech. Diante disso, podemos entender que o sinal positivo apresentado está compatível com a POT, assim como o coeficiente estimado para o tamanho da empresa.

A variável LIQDZ (-0,0002) apresentou coeficiente negativo e significância estatística a 10%. Tal resultado é consistente com os preceitos da POT, de acordo com a qual, quanto maior a liquidez maior a possibilidade de viabilizar investimentos, como constatou o estudo de Maia *et al.* (2018), em sua análise de 151 bancos ao longo de vinte anos (1995 a 2016), no qual o índice de liquidez geral (-0,013) apresentou significância de 1% e sinal negativo.

A dummy PL (0,169), atribuída a instituições cujas dívidas superam o tamanho do ativo, apresentou relação direta e estatisticamente significativa (1%).

Adicionalmente optou-se por realizar dois testes estatísticos - modelo empilhado (pooled) e painel balanceado - para comprovar a robustez dos resultados, obtendo os resultados consistentes com os encontrados anteriormente em relação aos sinais dos coeficientes e a respectiva significância estatística de cada uma das variáveis analisadas. Em virtude da maior semelhança de resultados do modelo pooled com aquele apresentado na Tabela 4, optou-se por apresentar na Tabela 5 os resultados do modelo estimado para a amostra balanceada (*fintechs* presentes nos 11 semestres avaliados) composta por 61 *fintechs*, totalizando 671 observações:

Tabela 5 - Regressão da variável dependente ENDIV com painel balanceado

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	t	p-valor	
Constante	-1,124363	0,1856116	-6,06	0,000	***
TAM	0,1449683	0,0191902	7,55	0,000	***
ROA	-0,3290838	0,0627542	-5,24	0,000	***
CRESCIM	-0,5227936	0,4526615	-1,15	0,249	
OPCRED	0,0114347	0,0092665	1,23	0,218	*
LIQDZ	-0,0009264	0,0003168	-2,92	0,004	*
PL	0,3945777	0,0638522	6,18	0,000	***

Nota: Níveis de significância: ***significante a 1%; **significante a 5%; *significante a 10%.

Fonte: Dados da pesquisa (2024)

Conforme os dados apresentados no teste de robustez, os coeficientes mantiveram os sinais na mesma direção e magnitudes semelhantes, corroborando aos resultados encontrados na Tabela 4. A única diferença nos resultados do teste realizado com amostra balanceada foi na significância estatística para a variável OPCRED, que deixou de ter o seu coeficiente estimado como significativo. Conforme mencionado anteriormente, esse fato pode ser proveniente da covariância entre TAM e OPCRED, tendo o valor de correlação entre as duas variáveis aumentado para 0,85 na amostra balanceada.

Na presente pesquisa, foram assumidas três hipóteses com objetivo de testar a adesão, ou não, da amostra em relação à teoria proposta. De acordo com os resultados encontrados, o tamanho tem uma relação direta e estatisticamente significativa com o endividamento, fato este, convergente com a POT e consistente com a hipótese 1. A análise da rentabilidade sobre o ativo apresenta uma relação inversa com o endividamento, corroborando com a POT e confirmando a hipótese 2. Face aos resultados mistos da literatura, foi estabelecida uma hipótese que há relação das receitas de operações de crédito e endividamento, mas sem indicar sua direção. Os resultados apontam que essa relação é estatisticamente igual a zero para a amostra analisada, refutando a hipótese de pesquisa.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi analisar os determinantes da estrutura de capital das *fintechs* de crédito atuantes no mercado brasileiro, à luz da teoria Pecking Order apresentada nos estudos de Myers (1984) e Myers e Majluf (1984), buscando verificar a capacidade preditiva dessa teoria com relação às escolhas de financiamento desse tipo de empresa. Para atingir tal objetivo foi investigada a relação entre o endividamento, proxy para estrutura de capital e as proxies que representam seus determinantes (tamanho da empresa, rentabilidade, oportunidade de crescimento, operações de crédito, liquidez e dívidas superior ao ativo), por meio de regressão linear múltipla, tomando como base o estudo desenvolvido por Djellali (2018). Nos testes foram utilizados dados de empresas financeiras, de porte até 1% do PIB, conhecidas como

fintechs de crédito, coletados por meio do site IF.Data do BCB. A amostra consiste de 171 instituições, observadas no período de 2018 a 2023.

Os resultados do estudo sugerem forte capacidade preditiva à POT, quanto a explicação da estrutura de capital das *fintechs* de crédito da amostra. Com base nos achados é possível afirmar que alguns fatores (tamanho da empresa, rentabilidade e liquidez) determinam as decisões de financiamento dos administradores e impactam a estrutura de capital das *fintechs* de crédito. Confirmando o esperado pela POT, o estudo encontrou sinal positivo para tamanho (TAM) e negativo para rentabilidade (ROA) e, com relação ao endividamento, confirmando as duas primeiras hipóteses propostas. A terceira hipótese que indicava haver relação entre oportunidade de crescimento e endividamento foi refutada. Possivelmente o motivo de não encontrar relação significativa entre essas variáveis seja proveniente do efeito líquido nulo em decorrência dos efeitos contrários que afetam empresas com características semelhantes às *fintechs* (positivo para oportunidade de crescimento em geral e negativo para empresas de base tecnológica).

Com relação aos aspectos metodológicos, é interessante ressaltar que a janela temporal assumida representa o período máximo possível para atender à pretensão do estudo de analisar as *fintechs* de crédito com funcionamento autorizado pelo BCB. Assim, o ano de 2018 constitui-se no marco legal a partir do qual, por meio da Resolução nº 4.656/2018, o BCB autorizou o funcionamento de instituições que realizam operações de empréstimo e de financiamento por meio de plataforma eletrônica.

Uma vez que o base de dados IF.Data não apresenta maiores informações com dados desagregados, não foi possível investigar sobre a relação da tangibilidade do ativo com o endividamento das *fintechs* de crédito. Dessa maneira, sugere-se para pesquisas futuras, explorar a influência da tangibilidade e da intangibilidade e a inserção de outras proxies relacionadas aos fatores macroeconômicos (como variação do PIB, taxa de juros e inflação) que possam elevar o nível de compreensão sobre o endividamento e as características das *fintechs*.

Por fim, pode-se afirmar que essa nova categoria de instituição financeira, as *fintechs* de crédito, embora em franco processo de crescimento e desenvolvimento, é ainda pouco analisada pela literatura, carecendo de estudos empíricos sobre sua estrutura de capital. Os resultados apresentados nessa pesquisa contribuem academicamente ao preencher essa lacuna, assim como contribui socialmente ao fornecer informações que possam subsidiar processos decisórios de investidores, stakeholders do setor financeiro, órgãos reguladores e demais usuários da informação contábil.

REFERÊNCIAS

- Albanez, T., & Valle, M. (2009). Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 6-27.
- Barros, C. M. (2014). Identificação de Pontos Influentes em uma Amostra da Distribuição de Watson. Dissertação de Mestrado em Estatística, Universidade Federal de Pernambuco, Recife, PE.
- BCBS – Basel Committee on Banking Supervision. (2008). Principles for sound liquidity risk management and supervision. Switzerland: Bank for International Settlements (BIS). Recuperado de: <https://www.bis.org/publ/bcbs144.htm>.
- Brasil. (2018). Resolução nº 4.656, de 26 de abril de 2018. Recuperado de: https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50579/Res_4656_v1_O.pdf
- Chevallier, C., & Miloudi, A. (2014). Structure du capital des PME françaises de haute technologie. *ISEOR, Recherche en Sciences de Gestion*, (2), 83-100.
- Coleman, S., & Robb, A. (2012). Capital structure theory and new technology firms: is there a match? *Management Research Review*, 35(2), 106-120.
- Cordeiro, J. P. V. (2019). *Fintechs e inclusão financeira no Brasil: uma abordagem Delphi*. Dissertação de Mestrado, Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Centro de Formação Acadêmica e Pesquisa. Rio de Janeiro.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 14(4), 106-133.
- Dermine, J. (2017). Digital disruption and bank lending. *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, Ano 3, Assunto 2, p. 63-76.
- Distrito (2023). Distrito Fintech Report 2023. Recuperado de: https://materiais.distrito.me/report/fintech-report#hs_cos_wrapper_widget_1617378814311_>.
- Diemers, D., Lamaa, A., Salamat, J., & Steffens, T. (2015). Developing a finTech ecosystem in the GCC. *Dubai: Strategy*, 1-16.
- Djellali, Y. (2018). La structure du capital des *fintechs* françaises: la théorie du financement hiérarchique a-t-elle un ecapacité prédictive de la structure du capital des *fintechs* françaises?. *Gestion et management*. Recuperado de: <https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-02281594/document>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67, 217-24.
- Giaretta, Elisa; Chesini, Giusy (2021). The determinants of debt financing: The case of fintech start-ups. *Journal of Innovation & Knowledge*, 6(4), 268-279.
- Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa (4ª ed.). São Paulo: Atlas.

- Henrique, M. R., Silva, S. B., Soares, W. A., & Da Silva, S. R. (2018). Determinantes da estrutura de capital de empresas brasileiras: uma análise empírica das teorias de Pecking Order e Trade-Off no período de 2005 e 2014. *Revista Ibero Americana de Estratégia*, 17(1), 130-144.
- Jucá, M. N. (2011). Determinantes da estrutura de capital dos bancos brasileiros e norte americanos. (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Lai, X., Yue, S., Guo, C., & Zhang, X. (2023). Does FinTech reduce corporate excess leverage? Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 77, 281-299.
- Lee, I., & Shin, Y. (2018). Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges. *Business Horizons*, 61(1), 35-46.
- Li, Y., Spigt, R., & Swinkels, L. (2017). The impact of fintech start-ups on incumbent retail banks' share prices. *Financial Innovation*, 3(1), 26.
- Maia, L. L., Castro, M. C. C. S., & Lamounier, W. M. (2018). Determinantes da estrutura de capital das instituições financeiras do Brasil. In *USP International Conference in Accounting* (Vol. 18, p. 2018).
- Moreschi, R. K., Neuhaus, L., Fischer, A., & Oro, I. M. (2018). Reflexos da crise financeira de 2008 sobre liquidez, capital de terceiros e rentabilidade dos bancos listados na BM&FBOVESPA. *Caderno de Administração*, 26(1), jan.-dez./2018.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221.
- Myers, S. C. (2001). Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, 15(2), 81-102.
- Oliveira, J. F. R., Viana Junior, D. B. C., Ponte, V. M. R., & Domingos, S. R. M. (2017). Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 9(2), 240-258.
- Oliveira, L. F. (2018). Determinantes da estrutura de capital de bancos e cooperativas de crédito brasileiras (Dissertação de mestrado). Universidade do Vale do Rio dos Sinos - UNISINOS.
- Padoveze, C. L. (2009). *Controladoria estratégica e operacional* (2a ed.). Cengage Learning.
- Philippon, T. (2016). The FinTech Opportunity. National Bureau of Economic Research. Recuperado de: <http://www.nber.org/papers/w22476.pdf>
- Pinto, A. F., & de Souza Costa, P. (2019). Book-tax differences e estrutura de capital: uma análise à luz da teoria Pecking Order. *Enfoque Reflexão Contábil*, 38(3), 111-124.
- Qin, J., & Liu, X. (2023). Financing structure, ownership concentration and business performance of financial technology listed companies. *Accounting and Corporate Management*, 5(9), 51-60.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1994). What do we know about capital structure? Some evidence from international data (Working Paper No. 4875).
- Sales, S. F., & Carvalho, L. (2018). Avaliação da eficiência e retornos de bancos brasileiros após fusões e incorporações. *ReFAE – Revista da Faculdade de Administração e Economia*, 9(1), 2-14.
- Sampaio, T. S. L., Pinheiro, A. B., Rodrigues, R. C., & Lameu, E. V. M. (2021). Aderência a teoria Pecking Order pelas firmas brasileiras: uma análise multisetorial. *Revista Ambiente Contábil*, 13(1), 151-180.
- Santos, M. V. B. dos, Ely, R. A., & Carraro, A. (2020). Regulamentação das *fintechs* e seus efeitos nas atividades dos bancos comerciais. In *Anais do Congresso ANPEC, Evento on-line*, Brasil.
- Silva, A., Santos, J. F. dos, Ramos, R. S., & Freitas, M. A. L. (2019). Determinantes da estrutura de capital dos bancos brasileiros. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(2), 59-76.
- Tani, B. B., & Albanez, T. (2016). Decisões de financiamento das companhias listadas nos diferentes segmentos de governança da BM&FBovespa segundo a teoria de Pecking Order. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 317-334.
- Vanacker, T. R., & Manigart, S. (2010). Pecking Order and debt capacity considerations for high-growth companies seeking financing. *Small Business Economics*, 35(1), 53-69.
- Zarruk, H., El Ghak, T., & Bakhouch, A. (2021). Exploring economic and technological determinants of fintech startups' success and growth in the United Arab Emirates. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(1), 50.
- Walchek, S. (2015). The unbundling of finance. *TechCrunch*. Recuperado de: <https://techcrunch.com/2015/05/29/the-unbundling-of-finance/>
- Wolf, A. P. (2020). Evolução estrutural do mercado brasileiro de produtos e serviços financeiros do ano de 2008 a 2018 e avaliação da maturidade dos novos entrantes (Dissertação de mestrado). Universidade Federal do Paraná.
- World Bank. (2017). Payment systems and remittances. Recuperado de: <http://www.worldbank.org/en/topic/paymentsystems-remittances>

GOVERNANÇA CORPORATIVA E DESEMPENHO DAS AÇÕES NO MERCADO ACIONÁRIO BRASILEIRO

CORPORATE GOVERNANCE AND STOCK PERFORMANCE IN THE BRAZILIAN STOCK MARKET

O artigo foi aprovado e apresentado no Congresso Nacional de Administração e Contabilidade (AdCont), realizado de 23/10 a 25/10 de 2023, no Rio de Janeiro (RJ)

RESUMO

Este estudo analisou a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações nas dimensões de retorno, risco e liquidez de empresas brasileiras de capital aberto entre 2010 e 2020. Dois índices foram usados para medir a governança corporativa: IGOV e IGOV8. Além disso, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3. As análises foram realizadas por meio da aplicação de testes de comparação de médias e variâncias *t*, *F* e ANOVA, com a avaliação dos desempenhos do retorno, do risco (desvio-padrão), da relação risco x retorno (índice de Traynor) e da liquidez das ações (volume de negociação). Os resultados indicam que a qualidade da governança corporativa tem impacto positivo sobre os retornos, reduzindo o risco e aumentando a liquidez das ações. Esses achados são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores, destacando a importância da boa governança corporativa para o sucesso financeiro dos investimentos.

Palavras-Chave: Governança Corporativa. Desempenho das Ações. Índices de Governança.

ABSTRACT

This study examined the relationship between corporate governance and stock performance, focusing on the dimensions of return, risk, and liquidity, among Brazilian publicly traded companies from 2010 to 2020. Two indices were utilized to measure corporate governance: IGOV and IGOV8. Additionally, a dummy variable was considered, representing whether companies were included in the Differentiated Levels of Corporate Governance of B3. Analyses were conducted through the application of *t*-tests, *F*-tests, and ANOVA tests, evaluating the performances of return, risk (standard deviation), risk-return relationship (Traynor index), and stock liquidity (trading volume). The results indicate that the quality of corporate governance positively impacts returns, reduces risk, and enhances stock liquidity. These findings are pertinent to both companies and investors, underscoring the significance of good corporate governance for investment success.

Keywords: Corporate Governance. Stock Financial Performance. Governance Indices.

João Eduardo Ribeiro

Doutor em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Mestre em Administração pelo Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG). Especialista em Gestão e Governança Pública e MBA em Controladoria e Finanças pela Faculdade Focus. Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV) e em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: joaoeduardoribeiro@ufmg.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0001-6969-6972>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6348617569538272>

Antônio Artur de Souza

Ph.D. em *Management Science* pela Universidade de Lancaster. Mestre em Engenharia de Produção e graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Professor Titular do Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: antonioarturdesouza@gmail.com. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-4725-0758>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0597505816212353>

Letícia Drummond Rezende

Doutoranda em Administração na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Mestre em Engenharia Nuclear pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Especialista em Gestão Estratégica em Empresas de Biotecnologia pela Fundação Dom Cabral. Licenciada em Física pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Email: letsdr@yahoo.com.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-1800-3459>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8084815567446370>

Camila Teresa Martucheli

Doutora e Mestra em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Graduada em Administração pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e em Jornalismo pela Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais (PUC Minas). Coordenadora e professora do curso de graduação em Administração da UNIVERSO-BH. Email: camila.martucheli@gmail.com. Orcid: <https://orcid.org/0000-0003-2378-2167>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9986835732512415>

Rafael César dos Santos Pires

Mestrando em Ciências Contábeis na Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Especialista em Planejamento, Finanças e Orçamento Público e em Gestão de Seguros e Previdência Privada pela Faculdade Ibra de Brasília (IBRA). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Email: rafaelcesarpirez@ufmg.br. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-6095-889X>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0490802223265803>

1 INTRODUÇÃO

O trabalho seminal de Jensen e Meckling (1976) abordou conceitos essenciais relativos às empresas e à variedade de conflitos advindos das relações geradas entre acionistas, gestores e demais *stakeholders* envolvidos nos processos de gestão e decisão. Os autores conceituam a empresa como uma “caixa preta”, operacionalizada para administrar entradas e saídas com fins de maximizar os lucros (ou valor presente). Naquele momento, os autores buscavam uma teoria que explicasse como objetivos conflitantes dos envolvidos poderiam ser equilibrados para produzir tal maximização. Já existiam na época, debates a respeito da “responsabilidade social” das empresas, e da separação entre propriedade e controle, que mostravam a crescente preocupação com esse tema.

Pensando na questão do direito de propriedade, Jensen e Meckling (1976) ressaltam a importância da implicação comportamental de gerentes e proprietários como fator determinante para a alocação de custos e recompensas devidos a cada um. Os autores definiram então, a relação de agência como um contrato entre pessoas que concordam com a realização de um serviço, abrangendo a delegação de uma autoridade decisória ao agente. Contudo, se ambas as partes dessa relação são maximizadoras de utilidade, na visão dos autores, o gerente (agente) nem sempre agiria da melhor forma para atender aos interesses do proprietário (principal); entretanto, tal atitude poderia ser amenizada mediante incentivos apropriados para o agente, com o intuito de limitar quaisquer “atividades aberrantes” (Jensen & Meckling, 1976).

A partir destas ideias, emerge a teoria da agência, que pronuncia a impossibilidade de garantia de que o agente tomará as melhores decisões do ponto de vista do principal, havendo divergências entre as decisões do primeiro e aquelas que maximizaria o bem-estar do segundo (Jensen & Meckling, 1976). Dada a relevância desta condição presente nas empresas, a governança corporativa surgiu como uma prática para profissionalizar e monitorar as ações corporativas, objetivando minimizar os conflitos de interesses dos atores envolvidos. Nesse cenário, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (2000) consideraram crucial a proteção ao investidor, devido à intensidade de expropriação de acionistas minoritários e credores pelos acionistas controladores. Nesse sentido, os autores definiram governança corporativa como um conjunto de mecanismos através dos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação por parte dos internos.

Dentro deste contexto, as práticas de governança buscam minimizar o impacto dos custos da agência sobre a riqueza dos acionistas, ao restringirem a capacidade dos gerentes de destruir valor (Bataineh, Ullah & Wali, 2021). Bataineh et al. (2021) afirmam ainda, que práticas de controle e recompensa parecem incentivar o comportamento benéfico desses agentes para a empresa, o que pode propiciar uma redução do risco e um aumento do retorno e da liquidez de suas ações. Maug (1998) já considerava o benefício do aumento da liquidez das ações quando relatou que uma melhor liquidez permitia ao conselho utilizar o preço das ações para recompensar mais eficientemente a alta administração, por decisões que aumentavam o valor da empresa; ou seja, uma maior liquidez permite um alinhamento mais preciso dos interesses da alta administração e dos acionistas. Ele concluiu, dessa forma, que em um mercado líquido, um investidor pode obter maiores resultados ao considerar a governança corporativa adotada pela empresa.

Com base na teoria da agência, Katmon e Farooque (2017) e Li, Nan e Zhao (2018) destacam a importância da governança corporativa na qualidade dos relatórios e na divulgação financeira, fatores que, por sua vez, exercem influência direta sobre o retorno e o risco associados às ações. Os autores argumentam que práticas robustas de governança corporativa fomentam a transparência, a responsabilidade e a divulgação adequada de informações financeiras por parte das empresas. Esse processo, por sua vez, tem um efeito direto sobre a qualidade dos relatórios financeiros disponibilizados aos investidores e ao mercado em geral. A qualidade desses relatórios e da divulgação financeira é essencial para que os investidores possam tomar decisões informadas sobre seus investimentos, afetando não apenas o retorno e o risco das ações, mas também a liquidez do mercado em que estão inseridas (Dang & Nguyen, 2024).

Para Florencio, Batista e Reis (2020), o poder da governança corporativa em sinalizar maior confiabilidade das práticas desenvolvidas pela organização, relaciona-se à exigência de uma menor taxa de retorno, traduzida em menor custo de capital e maior liquidez no mercado. Isso propicia um melhor desempenho financeiro, maximizando o retorno para os acionistas. Tendo em vista as divergências em torno da relação entre governança corporativa e o desempenho das ações, sob o ponto de vista das dimensões de retorno, risco e liquidez, este artigo propõe a seguinte questão de pesquisa: **Como os níveis elevados de governança corporativa influenciam o desempenho das ações em empresas brasileiras em comparação com aquelas que adotam níveis mais baixos de governança?** Para responder a essa questão, este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela Brasil Bolsa Balcão (B3) entre os anos de 2010 e 2020.

Segundo Silva, Bonfim, Noriller e Berner (2017), os estudos relacionados à governança corporativa são oportunos, uma vez que poucos estudos fizeram essa análise em países em desenvolvimento, como o Brasil. Lopes, Beuren e Vicente (2021) corroboram essa afirmativa, relatando que poucos trabalhos analisaram a relação da comunicação de riscos com a governança corporativa e com o desempenho da empresa no mercado de capitais. Os autores relatam que não existe um consenso entre as pesquisas nacionais sobre o tema, que permite concluir os reais impactos da governança corporativa sobre o desempenho das ações das empresas, e mais especificamente, associados aos seus retornos, riscos e liquidez.

Cabe ressaltar ainda, que o presente trabalho inova ao testar em suas análises, dois novos índices de governança corporativa, denominados IGOV e IGOV8, criados para representar os mecanismos de governança que podem, de

acordo com a literatura, reduzir os conflitos de agência (Ribeiro & Souza, 2023a, Ribeiro & Souza 2023b). Em adição, a discussão aborda uma variável *dummy*, formada pela listagem ou não das empresas da amostra nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 (NDGC), que recebeu valor 1 quando a empresa analisada era listada em algum dos níveis de governança, e 0 quando listada no mercado tradicional. Mais especificamente: (i) analisou-se a governança corporativa por meio de um índice (IGOV), composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva; foi também utilizado um índice derivado, o IGOV8, que além dos mecanismos de governança, envolve o setor industrial, e ainda os NDGC; (ii) analisou-se o comportamento do retorno, do risco (desvio-padrão), da relação risco x retorno (índice de Traynor), bem como da liquidez das ações (volume de negociação) de empresas listadas na B3 e; (iii) comparou-se os resultados dos testes de comparação de médias e variâncias obtidos pelas metodologias estatísticas teste *t*, teste *F* e ANOVA.

O estudo se justifica pela relevância de obter informações no mercado brasileiro com o objetivo de determinar se a adesão a níveis mais elevados de governança corporativa realmente contribui para o desenvolvimento econômico-financeiro das empresas, tendo um impacto direto no desempenho de suas ações. À luz da teoria da agência, espera-se que o mercado esteja disposto a pagar um prêmio por empresas que demonstrem qualidade acima da média em termos de governança corporativa e que apresentem um risco menor em comparação com empresas com menor qualidade de governança (Katmon & Farooque, 2017). Os resultados alcançados têm ampla relevância para investidores, gestores de empresas, reguladores e a sociedade em geral. Para investidores, entender como a governança corporativa influencia o desempenho das ações é essencial para tomar decisões de investimento mais informadas e reduzir o risco de suas carteiras. Gestores podem usar esses *insights* para aprimorar práticas de gestão e estratégias de negócios, fomentando uma cultura organizacional mais transparente e responsável. Reguladores podem empregar essas informações para desenvolver políticas que promovam boas práticas de governança e protejam os interesses dos investidores. Por fim, uma melhor governança corporativa pode beneficiar a sociedade como um todo, estimulando o crescimento econômico e o desenvolvimento sustentável. Dessa forma, este estudo tem o potencial de gerar *insights* valiosos que beneficiam diversos agentes do mercado financeiro, bem como pesquisadores da área.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Não há uma definição unificada acerca da governança corporativa, mas algumas conceituações podem ser sumarizadas no que apontaram Shleifer e Vishny (1997), que a definem como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos das empresas podem ter aumentadas suas expectativas de obter retorno sobre seus investimentos. La Porta et al. (2000) ampliam essa definição, acrescentando que a governança é o conjunto de mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos (acionistas, controladores e gestores). De acordo com Nascimento, Bianchi e Terra (2006), tais definições se condensam no empenho contínuo de alinhar os interesses da alta administração das empresas com as de acionistas ou proprietários, por meio de um monitoramento mais eficaz. E assim, o cerne da governança consiste nos interesses dos credores e investidores, que precisam ser preservados a fim de garantir o devido retorno aos seus investimentos.

Essa visão é corroborada pela teoria da agência, cuja proposição é a de que, nas empresas, existem interesses divergentes os quais ocorrem não somente entre os gestores e proprietários, mas também entre os acionistas e credores, e entre os acionistas minoritários e majoritários (Abdullah & Tursoy, 2023). A teoria de agência, preconizada por Jensen e Meckling (1976), tem como princípio a relação entre dois ou mais indivíduos, em que uma ou mais pessoas (o principal) empregam outra(s) (o agente) para realizar algum trabalho ou serviço em seu nome, abarcando a delegação de alguma autoridade de decisão. De acordo com Jensen e Meckling (1976), com intuito de reduzir os problemas de agência, as empresas implementam mecanismos de governança que tenham capacidade de induzir os agentes a tomarem decisões alinhadas aos interesses do principal. Uma vez que o principal valoriza a maximização de seus investimentos, os mecanismos de governança, ao alinhar as decisões dos gestores, têm capacidade de melhorar a performance financeira das empresas. Como exemplos de mecanismos de governança, podem-se citar a composição do conselho de administração, a remuneração dos dirigentes, a estrutura de propriedade, a transparência, bem como a proteção dos acionistas minoritários (Correia, Amaral & Louvet, 2011, Puni & Anlesinya, 2020).

Na visão de Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), além de melhorar a performance financeira das empresas, a adoção de práticas mais elevadas de governança corporativa podem provocar um aumento nos retornos, no volume negociado e na liquidez das ações, além de promover uma redução na volatilidade dos retornos. Isso ocorre devido ao clima de negociação mais saudável que pode ser obtido por meio de melhores práticas de governança corporativa que reduzem o risco (Rabelo, Rogers, Ribeiro & Securato, 2007). A relação entre governança corporativa, liquidez, risco e retorno já foi documentada por diversos estudos em contextos estrangeiros, como Dang e Nguyen (2024), McConnell e Qi (2016), Nguyen (2011) e Owala (2010).

No Brasil, os estudos que relacionam os mecanismos de governança corporativa com o desempenho das ações não despontam em resultados concordes. Rogers et al. (2005) testaram se a adoção de melhores práticas de governança corporativa influenciam o retorno e a liquidez de ações de empresas negociadas pela B3. Para isso, os autores utilizaram o método de reamostragem *Bootstrap* e compararam as médias e medianas das carteiras IGC, Ibovespa, IBRX, IBRX-50, FGV-E e FGV-100, entre 2001 e 2005, em três classes de indicadores: retornos, risco e retornos ajustados ao risco. Ainda

que, com pouca diferença estatística, os resultados evidenciaram que as empresas presentes no IGC apresentaram melhor performance, o que corrobora a eficácia de melhores práticas de governança corporativa no aumento do retorno e da liquidez das ações.

Em estudo semelhante, Rabelo et al. (2007) analisaram se um investidor de carteira de ações de empresas que possuem melhores práticas de governança corporativa, obteve melhor performance do que o investidor de uma carteira de ações de empresas com práticas de governança corporativa inferiores. Os autores também aplicaram um estudo de carteiras avaliadas pelo índice de Sharpe. Os resultados documentados evidenciaram que uma carteira ótima formada a partir de empresas com melhores práticas de governança tendem a apresentar maior índice de Sharpe, isto é, para os investidores, é vantajoso formar carteiras apenas de ações de empresas que possuem práticas de governança corporativa mais elevadas. Contrariando Rabelo et al. (2007), Rogers, Securato e Ribeiro (2008) demonstraram que os retornos dos investimentos são menores para empresas com práticas de governança corporativa superiores.

Por sua vez, Camargos e Barbosa (2010) analisaram o impacto da adesão aos NDGC sobre o desempenho das ações no mercado, no tocante ao retorno acionário e à liquidez de mercado, medida pelo volume, quantidade de negociações e quantidade de títulos. A análise, realizada por meio de um Estudo de Evento em uma amostra de ações preferenciais de 32 empresas, mostrou que a adesão aos NDGC não provocou um aumento dos retornos; entretanto, ocasionou uma elevação da liquidez, principalmente no longo prazo.

Milani, Righi, Ceretta e Dias (2012) analisaram se os investimentos em empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram retornos superiores quando comparados às demais. Os autores usaram o modelo Garch e testes não paramétricos de diferença de médias para analisar as séries de retornos diários dos índices Ibovespa e IGC. Os resultados mostraram que os índices de melhores práticas de governança corporativa tiveram volatilidade significativamente menor e retorno por unidade de risco significativamente superior ao Ibovespa. Portanto, os autores demonstraram que os investimentos em empresas com melhores práticas de governança corporativa parecem ser uma alternativa menos arriscada e mais rentável para os investidores.

Por sua vez, Silva, Nardi e Pimenta (2012) verificaram se o risco e o retorno das ações são impactados pela adesão das empresas aos NDGC da B3. Os autores utilizaram, além do retorno, o teste não paramétrico de Wilcoxon para medidas de desvio-padrão (risco absoluto) e beta (relativo), estimados por meio dos retornos diários de 252 dias antes e após a adesão das empresas aos NDGC. No tocante à média dos retornos das ações, os autores não observaram diferenças estatisticamente significantes antes e após a data de adesão. No entanto, observaram que as *proxies* de risco se mostraram estatisticamente menores após a adesão.

Silva, Nardi, Martins e Barossi (2016), por seu turno, investigaram se a adesão aos NDGC pelas empresas brasileiras aumentava a liquidez de suas ações. Os autores expuseram que a adoção dos níveis de governança da bolsa brasileira pelas empresas não propiciou um prêmio de liquidez. Para os autores, umas das razões para este resultado foi a insuficiência da proteção legal, uma vez que as normas exigidas pela B3 para a adesão das empresas aos NDGC não implicam força de lei.

Espejo e Clemente (2016) investigaram se os NDGC tiveram impacto no risco das ações de empresas negociadas na B3 durante a Crise Financeira de 2008. Para isso, foi realizado um estudo estatístico transversal, coletando as cotações das ações das empresas antes e durante a crise a partir do banco de dados Economática. Os resultados mostraram que, contrariamente ao esperado, as ações das empresas sem governança não tiveram queda, enquanto as empresas pertencentes aos NDGC tiveram. Além disso, o risco das ações, medido pela sua volatilidade (desvio-padrão), foi maior para as empresas com NDGC.

Por sua vez, Rocha, Contani e Reco (2017) analisaram a correlação entre o desempenho das ações (risco e retorno) e a governança corporativa das empresas listadas no setor de consumo e varejo da B3. A amostra foi de 105 observações de empresas, classificadas em algum nível de governança (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado-NM), e a análise foi realizada via testes t e F. Pelos resultados, os autores observaram que as empresas com melhores práticas de governança não apresentaram retornos superiores às tradicionais. Por outro lado, constataram um risco significativamente menor nas negociações das empresas pertencentes ao Nível 1, Nível 2 ou NM, em comparação com as demais.

Alberto e Martins (2020) examinaram se o anúncio da recompra de ações afeta as cotações das ações das empresas, e se a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas influenciavam seu retorno. Os autores não encontraram evidências estatisticamente significativas de que a adoção de práticas de governança corporativa mais rígidas fosse capaz de provocar aumento de retornos anormais.

No que lhe diz respeito, Ganz, Schlotefeldt e Rodrigues Júnior (2020) analisaram se a governança corporativa é um fator precificado pelos acionistas. Os autores encontraram evidências de que a governança corporativa impacta negativamente o retorno das ações das pequenas empresas, com menores níveis de governança corporativa, e que o inverso acontece em relação às grandes empresas, com altos níveis de governança.

Recentemente, Cordeiro (2022) verificou se existe impacto na percepção de risco (volatilidade dos retornos) das empresas que aderiram aos NDGC. O autor documentou que as empresas listadas nos altos níveis de governança da B3, sobretudo as do NM, apresentaram diferença estatística em relação à volatilidade dos seus ativos negociados na bolsa brasileira, ou seja, as ações das empresas com melhores práticas de governança corporativa apresentaram menor risco em relação às demais.

Uchiyama (2022) avaliou o impacto da listagem no NM sobre o desempenho e a volatilidade das ações das empresas do setor de energia elétrica, com ações negociadas pela B3. O autor documentou evidências de que a listagem dessas

empresas no segmento NM não provocou maior retorno de suas ações, porém menor volatilidade nos preços. Tal achado evidencia o impacto da qualidade da governança na redução do risco de mercado das empresas brasileiras, coadunando os resultados de Cordeiro (2022).

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A abordagem da presente pesquisa foi quantitativa, com análises descritivas e testes estatísticos de dados secundários. O estudo abrangeu as empresas com ações negociadas na B3 entre 2010 e 2020. O ano de 2010 foi escolhido como o ano inicial de análise pelo fato de ser o ano a partir do qual as empresas brasileiras passaram a ser obrigadas a seguir as normas internacionais de contabilidade (Machado, Machado, Souza, & Oliveira, 2012). Para a composição da amostra, foram adotados os seguintes critérios: (i) a lista de empresas com ações negociadas na B3 foi obtida pela plataforma Economatica®; (ii) excluiu-se as empresas cujo registro foi cancelado; (iii) desconsiderou-se empresas do setor financeiro, uma vez que suas demonstrações financeiras e indicadores precisam de uma interpretação diferente das outras empresas (Ribeiro & Souza, 2023a); (iv) excluiu-se as empresas com índice de negociabilidade menor ou igual a 0,001, pois de acordo com Ribeiro e Souza (2023b), empresas com baixo índice de negociabilidade tendem a ter muitos dados ausentes; (v) finalmente, excluiu-se as empresas com patrimônio líquido negativo.

Seguindo essas premissas, a amostra foi composta por 118 empresas, distribuídas entre nove setores: Indústria (25%), Serviços (25%), Energia Elétrica (15%), Construção Civil (11%), Varejo (9%), Petróleo, Gás e Biocombustíveis (6%), Mineração, Siderurgia e Metalurgia (6%), Saneamento (2%) e Agropecuária (2%). Os dados mensais necessários às análises foram coletados pela plataforma Economatica® (onde se obteve o preço de fechamento das ações no último dia de negociação de cada mês), no site da B3 (retorno mensal do Ibovespa), no site da Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos (CETIP) (CDI mensal), bem como nos Formulários de Referência (FR), documentos de apresentação obrigatória à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), públicos e disponíveis no site da CVM (dados necessários a criação dos índices de governança).

No que concerne à qualidade da governança corporativa, foram testados dois índices, o IGOV (índice principal) e o IGOV8 (uma variação do IGOV), com intuito de capturar os mecanismos de governança capazes de reduzir os conflitos de agência (Ribeiro & Souza, 2023a, Ribeiro & Souza 2023b). Foram empregadas 10 variáveis na composição do IGOV e oito na composição do IGOV8, selecionadas em conformidade com a literatura acerca da teoria da agência, e inspiradas nos estudos de Al-Najjar e Al-Najjaré (2017), Carvalhal-da-Silva e Leal (2005), Ribeiro e Souza (2022), Ribeiro e Souza (2023a) e Silveira (2004). A expectativa foi oferecer alternativas de mensuração das melhores práticas de governança corporativa no Brasil, as quais refletissem mais fortemente sua aplicação na gestão das empresas. As variáveis utilizadas na criação dos índices são descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Variáveis que compõem os índices de governança

Mecanismos de Governança Corporativa	Perguntas	Fonte dos Dados
Conselho de Administração	(1) O Conselho de Administração tem entre cinco e nove membros?	FR
Estrutura de Propriedade e de Controle	(2) Os acionistas controladores possuem menos de 50% das ações com direito a voto?	FR
	(3) A companhia tem mais de 25% de suas ações em free-float?	FR
Divulgação e Transparência	(4) A empresa publica fatos relevantes e comunicados ao mercado?	FR e CVM
	(5) A empresa tem declarações de dividendos disponibilizadas aos acionistas?	FR e CVM
	(6) Os administradores têm participação nos lucros?	FR
Incentivos aos Administradores	(7) A empresa possui plano de opção de compra de ações?	FR
	(8) A empresa possui remuneração baseada em ações?	FR
Disclosure	(9) Empresa participa dos NDGC?	FR
	(10) A companhia é emissora de ADRs?	JPMorgan
Setor	(11) A empresa é do setor industrial?	Economatica®

O IGOV é composto por 10 perguntas binárias com pontuação positiva (expressa por um valor entre 0 e 10), resultando em um ponto adicionado ao índice para cada resposta positiva. Estas perguntas foram alocadas conforme a

aderência a um dos 5 mecanismos de governança corporativa considerados na composição do índice: Conselho de Administração, Estrutura de Propriedade e Controle, Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores e Nível de *Disclosure*.

O IGOV8, uma variação simplificada do IGOV, é composto por questões que envolvem 3 mecanismos: Divulgação e Transparência, Incentivos aos Administradores, Nível de *Disclosure*, bem como o setor de atuação (adiciona-se 1 ponto para empresas industriais). Dessa forma, o IGOV8 expressa um valor entre 0 e 8, e é baseado em estudos que apontam a transparência e os incentivos aos administradores como fatores mais eficazes para avaliar a qualidade de governança no Brasil (Correia et al., 2011, Silveira, 2004). Além disso, setores regulamentados como o industrial, podem impactar positivamente a governança corporativa, pois são obrigados a seguir as melhores práticas (Silveira, 2004). O estudo também utiliza a listagem de empresas nos NDGC da B3 como uma métrica de categorização, pois segundo Ribeiro e Souza (2022), é a forma mais comum empregada em estudos empíricos sobre governança no Brasil. A variável *dummy* NDGC recebe o valor 1 quando a empresa está listada em algum dos níveis de governança da B3, e 0 se estiver listada no mercado tradicional.

Para as medidas de performances mensais das ações, adotou-se o retorno, o risco, o retorno ajustado ao risco e a liquidez, indicadores utilizados também por Alberto e Martins (2020), Rocha et al. (2017), Silva et al. (2016), Uchiyama (2022), dentre outros. O retorno foi apurado via retorno médio (R_t), e o risco foi analisado por meio do desvio-padrão (DP_R) do retorno da ação. Por sua vez, o retorno ajustado ao risco foi investigado via índice de Treynor (IT_t). Por fim, a liquidez foi examinada por intermédio do volume negociado (*Vol*). A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas no estudo e suas fórmulas de cálculo.

Tabela 2 - Variáveis de governança e de performance das ações

Variáveis	Fórmula	
Governança	<i>IGOV</i>	Soma das perguntas 1 a 10
	<i>IGOV8</i>	Soma das perguntas 4 a 11
	<i>NDGC</i>	Dummy: 0 para mercado tradicional, 1 para NDGC
Retorno	R_t	$\ln(P_t/P_{t-1})$
Risco	DP_R	$\sqrt{((\sum(R_t - \bar{R})^2)/(n-1))}$
Retorno Ajustado ao Risco	IT_t	$(R_t - R_f) / \beta_t$
Liquidez	<i>Vol</i>	Volume Negociado

Nota: R_t é o retorno da ação da empresa i no tempo t ; P_t é o preço da ação da empresa i no tempo t ; P_{t-1} é o preço da ação da empresa no tempo $t - 1$; \bar{R} é o retorno médio; n é o número de observações e *Vol* é o volume de negociação.

Após o cálculo das variáveis, as empresas foram agrupadas de acordo com a adoção de boas práticas de governança corporativa, empregando-se os índices IGOV e IGOV8, e a *dummy* NDGC. No que se refere ao IGOV, dividiu-se as empresas avaliadas em três grupos, de forma que o primeiro grupo foi formado por aquelas com IGOV entre 0 e 4 (baixa qualidade de governança), o segundo grupo foi formado com IGOV entre 5 e 7 (média qualidade de governança) e por fim, o terceiro grupo compreendeu empresas com IGOV de 8 a 10 (alta qualidade de governança). Quanto ao IGOV8, as empresas também foram classificadas em três grupos: baixa qualidade de governança, quando os valores de IGOV8 se mostraram entre 0 e 3; média qualidade de governança, quando composto por IGOV8 entre 4 e 6 e; alta qualidade de governança, quando o IGOV8 assumiu valores entre 7 a 8. Por fim, quando a governança foi analisada por meio dos NDGC, agrupou-se as empresas em dois grupos: Baixa qualidade de governança, quando as empresas em questão eram negociadas no mercado tradicional e; Alta qualidade de governança quando negociadas nos NDGC.

Após esses agrupamentos, as análises foram realizadas via testes de diferenças de médias, utilizando teste t , teste F e ANOVA. O teste t é uma ferramenta estatística utilizada para comparar a média de uma amostra com a média de uma população. O valor obtido do teste t , a partir dos dados analisados, permite avaliar se a hipótese nula deve ser aceita ou rejeitada, de acordo com o intervalo de confiança estabelecido (Larson & Farber, 2015). O resultado do teste t , expresso pelo p-valor, indica o nível de significância, que nesse estudo foi estabelecido como 0,05; logo, se o p-valor for menor que 0,05, é rejeitada a hipótese nula de que as médias são iguais, sugerindo uma diferença significativa entre elas. Nesse sentido, poder-se-ia confirmar a presença de diferenças nas relações entre a qualidade da governança corporativa das empresas analisadas e o desempenho das suas respectivas ações.

O teste F comparou as variâncias de duas ou mais amostras, para determinar se elas provêm de populações com variâncias iguais. O resultado do teste é expresso como um “p-valor”, que indica a probabilidade de obter o resultado observado acidentalmente, se as hipóteses nulas de variâncias iguais forem verdadeiras. Se o p-valor for menor do que o nível de significância estabelecido, é rejeitada a hipótese nula, sugerindo a existência de diferenças significativas entre as médias dos grupos (Larson & Farber, 2015).

A ANOVA (Análise de Variância), por sua vez, é uma técnica estatística usada para comparar médias de dois ou mais grupos. O objetivo é determinar se há diferenças significativas entre as médias dos grupos. Esta técnica primeiramente divide a variância total dos dados em componentes explicativos (variância entre grupos e variância dentro de cada grupo) e, a seguir, compara a proporção da variância entre os grupos com a variância dentro de cada grupo. A hipótese nula é que as médias de todos os grupos são iguais, enquanto a hipótese alternativa é que pelo menos uma das médias é diferente (Larson & Farber, 2015). Esta técnica foi aplicada como uma terceira forma de verificação da relação entre a qualidade da governança das empresas e o desempenho de suas ações.

Por fim, para a análise dos testes de médias, foram levantadas as hipóteses dispostas abaixo, as quais expressam as possíveis relações entre a qualidade da governança corporativa e o desempenho das ações das empresas brasileiras na B3.

- $H_{a,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{a,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{b,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{b,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{c,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{c,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{d,0}$ Não existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.
- $H_{d,1}$ Existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa.

Espera-se que as hipóteses nulas sejam rejeitadas, ou seja, as empresas com melhores práticas de governança apresentem retornos e liquidez superiores às demais, e menor risco que aquelas que não adotam as boas práticas de governança.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

Na Tabela 3 são apresentados os resultados obtidos na análise dos retornos das ações. Observa-se, pelos dados, que quando medidos pelo IGOV, as empresas com baixa governança tiveram uma média dos retornos de 0,0026, enquanto as empresas com governança média tiveram uma média dos retornos de -0,0015 e as empresas com alta governança tiveram uma média dos retornos de -0,0031. Quando avaliadas pelo IGOV8, as empresas com baixa governança tiveram uma média de retorno de 0,0006, enquanto as empresas com governança média tiveram uma média de retorno de -0,0023 e as empresas com alta governança tiveram uma média de retorno de 0,0030. A análise dos resultados dos testes de diferenças de médias, utilizando o teste *t*, não revelou diferenças significativas nas médias de retorno entre os grupos de governança. Entretanto, o teste *F* indicou diferenças estatisticamente significativas nas variâncias dos resultados entre os grupos de média x alta e baixa x alta governança, quando avaliados pelo índice IGOV, e também em todos os grupos avaliados pelo índice IGOV8. Além disso, o teste *F* indicou significância estatística entre as variâncias dos resultados dos grupos baixa e alta governança, quando avaliados pelo NDGC.

Tabela 3 - Resultado dos testes de média e variância para os retornos

Painel (a): Média e Variância dos Retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,0026	0,0198	0,0006	0,0252	0,0011	0,0168
Média	-0,0015	0,0195	-0,0023	0,0197	-	-
Alta	-0,0031	0,0236	0,0030	0,01274	-0,00184	0,0213

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Retornos						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	1,2651	1,0136	1,0313	1,2803	-	-
	0,1029	0,3391	0,1512	0,0000*	-	-
Média X Alta	0,5622	0,8282	-1,0938	1,5444	-	-
	0,2969	0,0000*	0,1370	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	1,4336	0,8395	-0,4297	1,9775	0,9902	0,7872
	0,0758	0,0000*	0,3336	0,0000*	0,1610	0,0000*
ANOVA	1,138		0,9724		0,9806	
	0,3204		0,3781		0,322	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Em relação aos resultados obtidos através do IGOV e do NDGC, apesar de indicarem algumas diferenças estatísticas nas médias de retorno, eles não apontam para retornos superiores para empresas com governança de qualidade elevada, corroborando os resultados de Alberto e Martins (2020), Rogers et al. (2008), Silva et al. (2012) e Uchiyama (2022). No entanto, a avaliação pelo índice IGOV8 sugere que as empresas com alta qualidade de governança tendem a apresentar retornos mais elevados do que as empresas com governança de baixa qualidade, rejeitando portanto, a hipótese nula e corroborando os achados de Ganz et al. (2020) e Rogers et al. (2005). É importante ressaltar que, os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem uma forte influência nos achados desta pesquisa, alternadamente indicando um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, indicando a ausência desse efeito. Outro aspecto que vale ressaltar é o fato do IGOV8 considerar a condição da empresa ser do setor industrial, o que pode influenciar os retornos de forma positiva, uma vez que em empresas industriais as práticas da governança corporativa são mais intensamente observadas (Silveira, 2004).

A avaliação da qualidade da governança corporativa por meio do IGOV8, portanto, está em consonância com o que preconiza a teoria da agência, a qual afirma que empresas com práticas robustas de governança tendem a gerar retornos superiores devido à sua capacidade aprimorada de tomar decisões estratégicas que beneficiam os acionistas de longo prazo, minimizando assim os problemas de agência e reduzindo o risco percebido pelos investidores (Dang & Nguyen, 2024). A Tabela 4 apresenta os resultados alcançados na análise do risco das ações, avaliados por meio do desvio-padrão. Observou-se que a classificação das empresas pelo IGOV apresentou diferença estatística nas variâncias (teste F) das comparações entre as empresas com média x alta e baixa x alta qualidade de governança. Assim como diferença de médias (teste t) e variâncias (teste F e ANOVA) na comparação entre as empresas com alta e baixa qualidade de governança, medida por meio do NDGC. Apesar de serem médias estatisticamente diferentes, verifica-se que as empresas classificadas como média e alta governança não apresentam necessariamente desvio-padrão, em média, menor que as empresas classificadas como baixa governança.

Tabela 4 - Resultado dos testes de média e variância para os desvios-padrões

Painel (a): Média e Variância dos Desvios-padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	0,1176	0,0055	0,1318	0,0078	0,1056	0,0055
Média	0,1156	0,0054	0,1126	0,0061	-	-
Alta	0,1173	0,0093	0,1005	0,0028	0,1185	0,0065

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Desvios-padrões						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	1,1498	1,0267	12,5311	1,2779	-	-
	0,1251	0,2107	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-1,0884	0,5819	4,5312	2,2042	-	-
	0,1381	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	0,1352	0,5975	10,1573	2,8169	-7,7292	0,8442
	0,4462	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*
ANOVA	0,9533		99,8506		59,742	
	0,3854		0,0000*		0,0000*	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

Por outro lado, quando o IGOV8 foi empregado como medida de boas práticas de governança, a média de desvio-padrão das empresas classificadas como alta governança foi menor que a média das empresas com média governança, que por sua vez, foi menor que a média das empresas com baixa governança. Além disso, os testes *t*, *F* e ANOVA, estatisticamente significativos em todas as comparações, mostraram que a média de desvio-padrão das empresas classificadas com qualidade alta de governança foi menor que as demais. Isto é, quando a governança é medida pelo IGOV8 rejeita-se a hipótese nula de que não existem diferenças significativas, no que concerne ao risco, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, com as empresas com boas práticas de governança apresentando na média, risco menor que as demais. Esse resultado coaduna os estudos de Cordeiro (2022), McConnell e Qi (2016), Milani et al. (2012), Rocha et al. (2017), Rogers et al. (2005) e Silva et al. (2012); que também observaram um risco menor nas ações de empresas com boa qualidade de governança.

A relação entre a qualidade da governança corporativa, avaliada principalmente através do IGOV8, e o risco das ações sugere um papel crucial da governança na mitigação do risco e na proteção dos interesses dos investidores, conforme delineado pela teoria da agência (Dang & Nguyen, 2024).

A Tabela 5, por sua vez, expõe os resultados das análises concernentes aos retornos ajustados ao risco, analisado aqui pelo índice de Treynor, que mede a relação entre o retorno do ativo e o risco sistêmico (beta). Observou-se significância estatística em todos os testes *F*, o que indica que as médias são diferentes entre os grupos de classificação da governança. Entretanto, quando se analisa essas médias, observa-se que, com exceção da comparação entre alta e baixa governança, medida por meio do NDGC, as médias de índices de Treynor das empresas classificadas com alta qualidade da governança não são necessariamente superiores às médias das empresas classificadas com baixa governança. Mesmo a comparação entre as médias das empresas agrupadas conforme o NDGC, não foram estatisticamente significativas pelo teste *t*.

Nesse sentido, não é possível rejeitar a hipótese nula, que afirma que não existem diferenças significativas, no que concerne ao retorno em relação ao risco entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa, isto é, as empresas com boas práticas de governança corporativa não necessariamente apresentam retorno ajustado ao risco superior às demais. Tal resultado é contrário aos achados de Milani et al. (2012) e Rabelo et al. (2007), que apuraram retornos ajustados ao risco superiores em empresas com uma boa qualidade de governança corporativa.

Tabela 5 - Resultado dos testes de média e variância para os índices de Treynor

Painel (a): Média e Variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	-0,0273	0,2391	-0,0162	0,5897	-0,1203	8,3331
Média	0,1729	94,2980	0,1128	84,2203	-	-
Alta	-0,1162	7,5969	-0,0261	0,5113	0,1164	71,2102

Painel (b): Testes de Média e Variância dos Índices de Treynor						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-0,9704	0,0025	-0,8478	0,0070	-	-
	0,1659	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Média X Alta	1,8131	12,4126	-0,8478	164,7300	-	-
	0,0349*	0,0000*	0,1983	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	1,5058	0,0315	0,3514	1,1535	-1,4539	0,1170
	0,0661	0,0000*	0,3627	0,0040*	0,0730	0,0000*
ANOVA	2,1342		0,4612		2,1138	
	0,1184		0,6305		0,1460	

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

A respeito do indicador de liquidez de mercado analisado, a Tabela 6 apresenta os resultados dos testes *t*, *F* e ANOVA, bem como as médias e variâncias do volume negociado. Com exceção das empresas classificadas de acordo com a *dummy* NDGC, as médias de volume foram maiores nas empresas classificadas com boa governança em detrimento daquelas classificadas com média e baixa governança corporativa. Os testes de diferença de médias e variâncias realizados para o volume negociado apresentaram significância estatística em todos os casos analisados, à exceção observada no teste *t* para média x alta governança, classificados pelo IGOV.

Assim, quando o IGOV e o IGOV8 foram utilizados para a aferição da qualidade da governança corporativa das empresas analisadas, foi possível rejeitar a hipótese nula, de que não existem diferenças significativas, no que concerne à liquidez de mercado, entre as empresas com alta e baixa qualidade da governança corporativa. Dessa forma, as empresas mais bem governadas tendem a apresentar liquidez superior àquelas com baixa e média qualidade de governança corporativa. Esses achados demonstram a importância da governança para a análise da liquidez de mercado das empresas brasileiras, e corroboram os resultados de Camargos e Barbosa (2010) e Rogers et al. (2005); vão também de encontro ao estudo de Silva et al. (2016).

Tabela 6 - Resultado dos testes de média e variância para o volume negociado

Painel (a): Média e Variância do Volume Negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	Média	Variância	Média	Variância	Média	Variância
Baixa	7,6E+08	9,3E+18	8,5E+08	8,3E+18	1,8E+09	3,0E+19
Média	1,1E+09	1,1E+19	1,1E+09	9,3E+18	-	-
Alta	1,2E+09	2,4E+18	2,0E+09	5,1E+18	9,4E+08	4,4E+18
Painel (b): Testes de Média e Variância do Volume Negociado						
	IGOV		IGOV8		NDGC	
	t	F	t	F	t	F
Baixa X Média	-4,9263	0,8165	-4,4168	0,8850	-	-
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Média X Alta	-0,5912	4,6609	-8,6083	1,8373	-	-
	0,2772	0,0000*	0,0000*	0,0000*	-	-
Baixa X Alta	-7,0271	3,8056	-11,1647	1,6260	14,132	6,807
	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*	0,0000*

ANOVA	16,6873	53,9135	199,719
	0,0000*	0,0000*	0,0000*

Nota: A primeira linha corresponde aos valores dos testes, enquanto a segunda corresponde aos p-valores; * p-valor abaixo de 0,05.

De acordo com a teoria da agência, a presença de práticas robustas de governança tende a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, incentivando uma gestão mais eficiente e transparente. Isso pode resultar em uma gestão mais eficaz dos recursos da empresa, maior transparência nas informações divulgadas ao mercado e, conseqüentemente, uma maior atratividade para os investidores, o que se traduz em uma liquidez mais elevada das ações (Dang & Nguyen, 2024).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a governança corporativa e o desempenho das ações, nas dimensões retorno, risco e liquidez, das empresas brasileiras de capital aberto, com ações negociadas pela B3 entre os anos de 2010 e 2020. Para a análise, foram utilizados dois índices de governança corporativa, o IGOV e o IGOV8, que visam representar os mecanismos de governança os quais, segundo a literatura, podem minimizar os conflitos de agência.

Além disso, foi considerada uma variável *dummy*, formada pela inclusão ou não das empresas da amostra nos NDGC da B3, atribuindo-se valor 1 quando a empresa era listada em algum dos níveis de governança e valor 0 quando listada no mercado tradicional. Especificamente, foi avaliado o comportamento do retorno, do risco (Desvio-Padrão), da relação risco x retorno (Índice de Traynor) e da liquidez das ações (Volume de negociação) de empresas listadas na B3. As empresas foram combinadas em três grupos, de acordo com a qualidade das práticas de governança, em baixa, média e alta governança; e as médias dos indicadores financeiros das ações foram comparadas grupo a grupo via testes de comparação de médias e variâncias obtidos por meio das metodologias estatísticas teste *t*, teste *F* e ANOVA.

Obteve-se mais resultados estatisticamente significativos quando a governança corporativa foi analisada por meio do IGOV8. Por esse indicador, mostrou-se que a qualidade da governança corporativa parece ter algum impacto positivo sobre os retornos, haja vista que o grupo de empresas classificadas como alta governança apresentam média de retorno superior àquelas classificadas como média e baixa governança. Os resultados sugerem também que empresas com boa governança podem reduzir o risco e aumentar a liquidez de suas ações. Outro ponto que pode ter influenciado esse resultado é o fato do IGOV8 incluir empresas industriais que, pela natureza de suas operações, adotam e praticam com maior rigor a governança corporativa, gerando mais confiabilidade e credibilidade no mercado. Pelo IGOV, índice principal deste trabalho, obteve-se resultados semelhantes aos do IGOV8 em grande parte das análises. A *dummy* formada pelo NDGC por outro lado, apresentou resultados discrepantes tanto para com os índices de governança utilizados neste trabalho, quanto com a literatura.

Os resultados obtidos nesta pesquisa fornecem *insights* importantes sobre como os níveis elevados de governança corporativa influenciam o desempenho das ações em empresas brasileiras em comparação com aquelas que adotam níveis mais baixos de governança. Por meio da análise dos indicadores de retorno, risco e liquidez, observou-se que as empresas classificadas como alta governança tendem a apresentar um desempenho superior em relação às empresas com governança de média ou baixa qualidade. Especificamente, a qualidade da governança, especialmente quando avaliada pelo índice IGOV8, demonstrou impactar positivamente os retornos das empresas, reduzir o risco associado às suas ações e aumentar a liquidez do mercado. Esses resultados estão em consonância com a teoria da agência, que postula que práticas robustas de governança corporativa podem ajudar a alinhar os interesses dos gestores com os dos acionistas, promovendo assim uma gestão mais eficiente e transparente, o que por sua vez impulsiona o desempenho das empresas.

Esses achados são relevantes tanto para as empresas quanto para os investidores. Para as empresas, destacam a importância de adotar e manter práticas sólidas de governança corporativa, não apenas para cumprir com as regulamentações do mercado, mas também para garantir um desempenho financeiro robusto e sustentável. Para os investidores, esses resultados fornecem uma valiosa orientação ao tomar decisões de investimento, destacando a importância de considerar a qualidade da governança corporativa ao avaliar o potencial de retorno e risco de uma empresa. Além disso, os resultados ressaltam a relevância do índice IGOV8 como uma ferramenta abrangente e precisa para avaliar a qualidade da governança corporativa das empresas brasileiras, fornecendo assim informações importantes para investidores e outras partes interessadas no mercado financeiro. É importante destacar que os resultados obtidos sugerem que a forma de mensurar a governança corporativa tem uma forte influência nos achados desta pesquisa; um exemplo é que em algumas análises, há um possível impacto da governança nos retornos de ações e, em outras ocasiões, há ausência desse efeito. Esse mesmo fenômeno pode ter ocorrido em outros trabalhos, o que justificaria a discrepância dos resultados presentes na literatura. Esta pode ser considerada por um lado, uma limitação do presente estudo. Ademais, a relação entre as variáveis pode ser influenciada por fatores específicos do país ou do setor em questão. Como isso, sugere-se para pesquisas futuras, mais análises sobre o tema, empregando os índices propostos aqui, principalmente o IGOV8, bem como o exame de setores específicos da economia.

REFERÊNCIAS

- Abdullah, H., & Tursoy, T. (2023). The effect of corporate governance on financial performance: evidence from a shareholder-oriented system. *Iranian Journal of Management Studies*, 16(1), 79-95.
- Alberto, J. G. C., & Martins, H. C. (2020). Efeito da Governança Corporativa nos Retornos das Ações em Decorrência do Anúncio da Recompra. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(3), 294-308.
- Al-Najjar, B., & Al-Najjar, D. (2017). The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(21), 411-423.
- Bataineh, H. A., Ullah, M., & Wali, S. S. (2021). The nexus of corporate governance and financial performance: evidence from London Stock Exchange. *International Journal for Scientific Research & Development*, 8(11), 21-26.
- Camargos, M. A., & Barbosa, F. V. (2010). A adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa descia o acionista e aumenta a liquidez acionária? *REGE. Revista de Gestão*, 17(2), 189.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Brazilian Review of Finance*, 3(1), 1-18.
- Cordeiro, V. A. (2022). *Impacto dos níveis diferenciados de governança corporativa na percepção de risco e volatilidade das ações listadas na B3*. Trabalho de Conclusão de Curso, Universidade Federal de Uberlândia.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2011). Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), 45-63.
- Dang, V. C., & Nguyen, Q. K. (2024). Internal corporate governance and stock price crash risk: Evidence from Vietnam. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 14(1), 24-41.
- Espejo, R. A., & Clemente, A. (2017). Os níveis de governança corporativa enquanto fatores redutores de risco na crise financeira de 2008. *Revista de Contabilidade Do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 21(2), 34-51.
- Florencio, W., Batista, F. F., & Reis, C. Q. (2020). Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor comercial em ambiente de crise econômica. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 19(e2977), 1-16.
- Ganz, A., Schlote, J. O., & Rodrigues Junior, M. M. (2020). Modelos de precificação de ativos financeiros e governança corporativa. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 21(2).
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Katmon, N., & Farooque, O. A. (2017). Exploring the impact of internal corporate governance on the relation between disclosure quality and earnings management in the UK listed companies. *Journal of Business Ethics*, 142(2), 345-367.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.
- Larson, R., & Farber, B. (2015). *Estatística Aplicada*. (6th ed.). Pearson Education do Brasil.
- Li, J., Nan, L., & Zhao, R. (2018). Corporate governance roles of information quality and corporate takeovers. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 1207-1240.
- Lopes, I. F., Beuren, I. M., & Vicente, E. F. R. (2021). Associação da Evidenciação do Gerenciamento de Riscos com Governança Corporativa e Desempenho em Empresas com ADRs. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 9(1), 5-21.
- Machado, M. R. R., Machado, L. S., Souza, E. S., & de Oliveira, J. J. (2012). Aderência às normas internacionais de contabilidade pelas empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 3-22.
- Maug, E. (1998). Large Shareholders as Monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *The Journal of Finance*, 53(1), 65-98.
- McConnell, J. J., & Qi, Q. (2016). Just Talk? CEO Succession Plan Disclosure, Corporate Governance, and Firm Value. *Corporate Governance and Firm Value*.
- Milani, B., Righi, M. B., Ceretta, P. S., & Dias, V. V. (2012). Práticas de Sustentabilidade, Governança Corporativa e Responsabilidade Social afetam o risco e o retorno dos investimentos?. *Revista de Administração da UFSM*, 5(spe), 667-682.
- Nascimento, A. M., Bianchi, M., & Terra, P. R. S. (2006). A Controladoria como um mecanismo interno de GC: evidência de uma survey comparativa entre empresas de capital brasileiro e norte-americano. In *XXIX Encontro da Anpad*, Salvador. Anais do XXIX EnAnpad.
- Nguyen, P. (2011). Corporate governance and risk-taking: Evidence from Japanese firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(3), 278-297.
- Owala, A. (2010). *Corporate governance and stock returns: Evidence from the S&P 500*. Master's Thesis in Accounting and Finance, University of Vaasa.
- Puni, A., & Anlesinya, A. (2020). Corporate governance mechanisms and firm performance in a developing country. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 147-169.
- Rabelo, S. S. T., Rogers, P., Ribeiro, K. C. S., & Securato, J. R. (2007). Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. *REGE Revista de Gestão*, 14(esp.), 1-16.

- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. (2022). 20 Anos de Governança Corporativa no Brasil. *Revista de Administração Unimep*, 19(13), 156-180.
- Ribeiro, J. E., & Souza, A. A. D. (2023a). Índice de governança corporativa e desempenho de mercado: evidências no mercado acionário brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34(92), e1756.
- Ribeiro, J. E., & de Souza, A. A. (2023b). A Governança Corporativa afeta a Estrutura de Capital? Evidências das Empresas Listadas na Brasil Bolsa Balcão no Período 2010-2020. *Revista Universo Contábil*, 18, 1-22.
- Rocha, G. A. P., Contani, E. A., & Reco, T. L. S. (2017). Governança corporativa e desempenho das ações de empresas do setor de consumo e varejo. *Contextus: Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 15(3), 230-252.
- Rogers, P., Ribeiro, K. C. S., & Sousa, A. F. (2005). Comparações múltiplas das carteiras de bolsa no Brasil: avaliação da performance do índice de governança corporativa. *REGE Revista de Gestão*, 12(4), 55-72.
- Rogers, P., Securato, J. R., & Ribeiro, K. C. S. (2008). Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 15(1), 61-77.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silva, J. P., Bonfim, M. P., Noriller, R. M., & Berner, C. V. (2017). Mechanisms of corporate governance and performance: Analysis of public companies listed in BM&FBOVESPA. *Race: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(3), 1161-1184.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., & Pimenta, T. Jr. (2012). O impacto da migração das empresas para os níveis diferenciados de governança corporativa da BM&F BOVESPA sobre o risco e o retorno de suas ações. *Revista de Administração da UFSC*, 5(2), 222-242.
- Silva, R. L. M., Nardi, P. C. C., Martins, V. A., & Barossi, M. F. (2016). Os níveis de governança corporativa da BM&F BOVESPA aumentam a liquidez das ações? *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 13(3), 248-263.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo.
- Uchiyama, L. H. S. (2022). *Análise da relevância do segmento "Novo Mercado" no desempenho das ações do setor de energia elétrica no Brasil*. (Unpublished bachelor's thesis). Universidade Federal de Santa Catarina.

INCERTEZA DA POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL E O CUSTO DA DÍVIDA DE EMPRESAS BRASILEIRAS

ECONOMIC POLICY UNCERTAINTY IN BRAZIL AND THE COST OF DEBT OF BRAZILIAN COMPANIES

Artigo apresentado na XIV Convenção de Contabilidade de Minas Gerais, 2023, Belo Horizonte. Artigo vencedor do Prêmio Internacional de Produção Contábil Técnico-Científica Prof. Dr. Antônio Lopes de Sá na Categoria Acadêmico-Científica, do Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais – CRCMG, 2023.

RESUMO

As decisões financeiras corporativas vêm sendo afetadas pela incerteza da política econômica, mas os efeitos dessa incerteza sobre os custos de financiamento da dívida permanecem pouco explorados pela literatura. A partir disso, o objetivo deste estudo foi analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas de capital aberto listadas no mercado acionário brasileiro. Metodologicamente, foram utilizadas regressões de dados em painel por mínimos quadrados generalizados factíveis, visando avaliar as respostas no custo da dívida das empresas a partir de alterações de incerteza da política econômica. A amostra foi composta por empresas de capital aberto listadas na B3, com dados de 2010 a 2021. Foram utilizadas duas variáveis para avaliar a incerteza da política econômica: o indicador *Economic Policy Uncertainty* e o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil. Os resultados permitiram concluir que a incerteza da política econômica influencia positivamente o custo da dívida corporativa nas empresas da amostra. Esses resultados são robustos quando utilizadas variáveis de controle defasadas. Dessa forma, os resultados deste estudo podem sugerir que gestores de empresas tentem evitar realizar grandes volumes de dívidas em momentos de maior incerteza da política econômica, a fim de tentar reduzir os custos da dívida desses períodos. De maneira adicional, os resultados do estudo também indicaram que em períodos de crise econômica há aumento no custo da dívida, enquanto no período de pandemia da covid-19 foram encontradas reduções, o que demonstra alterações de custo da dívida em momentos de diferentes crises.

Palavras-chave: Incerteza da Política Econômica. Custo da Dívida. Custo de Capital.

ABSTRACT

Corporate financial decisions have been affected by the uncertainty of economic policy, but the effects of this uncertainty on debt financing costs remain largely unexplored in the literature. Therefore, the objective of this study was to analyze the effects of economic policy uncertainty on the cost of debt for publicly listed companies in the Brazilian stock market. Methodologically, it was employed panel data regressions using feasible generalized least squares, aiming to assess the responses in the cost of debt for companies based on changes in economic policy uncertainty. The sample consisted of publicly listed companies on B3, with data from 2010 to 2021. Two variables were used to assess economic policy uncertainty: the Economic Policy Uncertainty indicator and the Economic Uncertainty Indicator - Brazil. The results allowed concluding that economic policy uncertainty positively influences the corporate debt cost for the sample companies. These results remain robust when using lagged control variables. Therefore, the findings of this study may suggest that corporate managers should avoid undertaking significant debt volumes during periods of higher economic policy uncertainty to attempt to reduce debt costs during these periods. Additionally, the results of the study also indicated that in periods of economic crisis there is an increase in the cost of debt, while during the COVID-19 pandemic period reductions were found, demonstrating changes in debt cost during different crises.

Keywords: Economic Policy Uncertainty. Cost of Debt. Cost of Capital.

Gustavo Henrique Dias Souza

Doutor e Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Docente do curso de Ciências Contábeis na Universidade do Estado de Minas Gerais (UEMG). E-mail: gustavohediso@gmail.com. <https://orcid.org/0000-0003-0441-8191>. <http://lattes.cnpq.br/0363933519184229>

Karoline Santos Barbosa

Especialista em Data Intelligence e Analytics pela Faculdade de Informática e Administração Paulista (FIAP) e em Auditoria Contábil pelo Instituto de Pós-Graduação e Graduação (IPOG). Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Auditora Sênior na PwC Brasil. E-mail: kahsantos233@gmail.com. <https://orcid.org/0009-0007-6600-1486>. <http://lattes.cnpq.br/1413412330817000>

1 INTRODUÇÃO

As entidades de administrações públicas superiores adotam decisões de políticas para orientar os aspectos econômicos de um país. Essas decisões, sejam elas fiscais, monetárias, regulatórias ou estritamente políticas, podem trazer consequências para a economia agregada do país, mas também para as estratégias financeiras individuais das empresas (Shams et al., 2022).

A adoção dessas políticas econômicas, por sua vez, pode induzir à incerteza da política econômica, isto é, a incerteza sobre se, quando e como os governos vão alterar essas políticas (Liu & Wang, 2022). A literatura da área demonstra que diversas decisões financeiras corporativas podem ser afetadas por essa incerteza, como a assunção de riscos (Tran, 2019; Wen et al., 2021), a política de dividendos corporativos (Buchanan, 2017; Attig et al., 2021), a estrutura de capital (Zhang et al., 2015; Schwarz & Dalmácio, 2021; Li & Qiu, 2021), os investimentos corporativos (Gulen & Ion, 2016; Wang et al., 2017; Horra et al., 2022) e os níveis de caixa (Demir & Ersan, 2017; Phan et al., 2019; Souza et al., 2022). Nesse sentido, os resultados dessas evidências empíricas anteriores ilustram os desdobramentos da incerteza da política econômica sobre as decisões e a estrutura patrimonial das empresas.

Uma das vias pela qual a incerteza da política econômica pode afetar as decisões financeiras é o custo da dívida (Gungoraydinoglu et al., 2017; Tran, 2021). Isso acontece porque em momentos de maior incerteza da política econômica há maior dificuldade em prever os fluxos de caixa futuros, o que pode acarretar maiores custos da dívida, influenciando a estrutura de capital e políticas de investimento das empresas (Julio & Yook, 2012; Francis et al., 2014; Gulen & Ion, 2016; Wang et al., 2017; Horra et al., 2022). Além disso, as empresas podem enfrentar mais desafios e riscos operacionais e de crédito durante períodos de alta incerteza da política econômica, o que aumentaria seu risco de inadimplência e, em consequência, o custo da dívida (Liu & Wang, 2022).

Outro fator que pode aumentar o custo da dívida em momentos de alta incerteza da política econômica é a assimetria de informações entre as empresas e os credores/bancos (Pástor & Veronesi, 2013). Tendo em vista este contexto, os credores aumentariam o custo da dívida para compensar a desvantagem informacional com as empresas (Tran, 2021). Bordo et al. (2016), por exemplo, identificam que a incerteza da política econômica faz com que os empréstimos bancários tenham padrões mais rígidos, afetando negativamente o acesso das empresas ao crédito bancário.

Apesar desse potencial impacto da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida, essa relação ainda permanece pouco explorada pela literatura, o que ressalta a necessidade de novos estudos e novas abordagens. Francis et al. (2014) evidenciam que os custos dos empréstimos bancários estadunidenses aumentam com maiores níveis de incerteza da política econômica, aumentando o custo da dívida. Analisando diferentes medidas para a incerteza política e da política econômica, Waisman et al. (2015) também destacam que a incerteza está associada a maiores custos de financiamento da dívida corporativa nos Estados Unidos. Tran (2021), utilizando dados de diversos países, encontra evidências de que a incerteza da política econômica afeta o custo de financiamento da dívida, o que é ainda mais pronunciado durante a crise financeira global de 2008-2009. Já Liu e Wang (2022) analisam o custo de capital de empresas chinesas, mas não encontram efeito significativo da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida.

Fundamentado nisso, é possível observar que não são numerosos os estudos que analisam essa relação, principalmente em mercados em desenvolvimento, nos quais essas análises são ainda mais relevantes, principalmente considerando ambientes com aumentos substanciais de incerteza (Liu & Wang, 2022). Especificamente, a literatura carece de investigações específicas em diferentes países, a fim de consolidar o conhecimento sobre esses fenômenos. O cenário brasileiro torna-se, portanto, propício para essas análises, uma vez que é marcado por incerteza da política econômica (Barboza & Zilberman, 2018), que se mantém em alta (Gouveia, 2021), motivando investigações sobre os resultados dessa incerteza nas decisões financeiras corporativas no mercado nacional (Souza et al., 2022).

Portanto, dado o contexto de desdobramentos da incerteza sobre as decisões corporativas, este estudo se questiona sobre quais as implicações da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas do mercado de capitais brasileiro. Assim, o objetivo do estudo é analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas de capital aberto listadas no mercado brasileiro. Dessa forma, será possível preencher a lacuna de pesquisas que analisam esses fenômenos no campo nacional.

Com base nisso, os resultados do estudo contribuem com a literatura que analisa a relação entre os aspectos do ambiente macroeconômico e o financiamento da dívida corporativa. Além disso, o estudo possui implicações práticas, contábeis e políticas, na medida em que auxilia na identificação de como a incerteza da política econômica afeta o custo de capital das empresas, esclarecendo questões que podem contribuir para formuladores de políticas com relação a decisões eficazes para o mercado.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Financiamento da Dívida Corporativa

As decisões de financiamento são aspectos cruciais para o desempenho e a sustentabilidade das empresas, o que levou ao desenvolvimento de diversas teorias na área de finanças corporativas. Os trabalhos iniciais de Modigliani e Miller (1958; 1963) fomentaram essas discussões ao buscar compreender as dinâmicas da estrutura de capital das firmas e a debater os custos de capital associados a essas decisões de financiamento. Emergiram assim, teorias para explicar

as estruturas de capital das empresas, como a teoria do *Trade-off* (Myers, 1984), teoria do *Free Cash Flow* (Jensen, 1986) e a Teoria *Pecking Order* (Myers, 1984; Myers & Majluf, 1984). De forma geral, essas teorias buscam compreender os custos e benefícios da dívida corporativa, bem como a influência dos custos de agência e da assimetria informacional nesse processo.

A dívida corporativa é uma fonte dominante de financiamento externo para as empresas e é crucial para que elas consigam flexibilidade operacional e financiem suas atividades de investimento (Valtan, 2012). Essa dívida possui um custo de remuneração do capital, os juros pagos aos credores. Por sua vez, esse custo da dívida é determinado por diversas características, como os atributos da própria empresa, que podem afetar os custos de agência, os problemas de assimetria de informação e o risco de inadimplência quanto à dívida contratada (Bhojraj & Sengupta, 2003).

Os custos de agência surgem dos conflitos de interesse entre os acionistas e credores e acionistas e administradores (Jensen & Meckling, 1976). Para maximizar seus interesses, os gestores podem buscar oportunidades de investimentos que sejam mais arriscadas, subinvestir em projetos que tenham valor presente líquido positivo e perseguir seus objetivos pessoais em busca de retornos de curto prazo, reduzindo a lucratividade da empresa e/ou aumentando seu risco (Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977; Shleifer & Vishny, 1989). Como esse comportamento é antecipado pelos credores ou detentores dos títulos de dívida, eles exigiriam um rendimento maior dos valores das dívidas, ou seja, haveria maiores custos da dívida (Elyasiani et al., 2010).

Por sua vez, os riscos relacionados à assimetria de informações estão relacionados ao fato de os gestores possuírem informações próprias que poderiam influenciar a capacidade de pagamentos da dívida, afetando o risco de inadimplência. Novamente, antecipando esse tipo de comportamento, os credores irão exigir um rendimento maior sobre a dívida das empresas que possuírem maiores níveis de assimetria de informações (Myers & Majluf, 1984).

Além desses fatores internos à organização, existem outros motivos que podem influenciar o comportamento corporativo e o custo da dívida das empresas. Fatores macroeconômicos como a incerteza da política econômica, decorrente dos processos de formulação e implementação de políticas pode afetar os mercados financeiros e as formas e o *timing* de investimentos corporativos (Zhang et al., 2015).

2.2 Incerteza da Política Econômica e Custo da Dívida

Apesar das preocupações dos efeitos da incerteza da política econômica sobre as decisões financeiras, o maior foco dos estudos se concentra no comportamento do investimento corporativo, com pouca atenção ao custo da dívida, que é a principal fonte de financiamento das empresas (Liu & Wang, 2022; Tran, 2021).

No cenário brasileiro, estudos anteriores já sinalizaram algumas das relações entre a incerteza da política econômica e as decisões financeiras das empresas. Schwarz e Dalmácio (2021) investigaram a relação entre a incerteza da política econômica e a alavancagem empresarial. Os autores encontram resultados que indicam que a incerteza da política econômica mais elevada está relacionada a aumentos no endividamento das empresas, por pelo menos dois trimestres futuros.

Já ao analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o caixa e a folga financeira das empresas de capital aberto listadas no mercado brasileiro, Souza et al. (2022) encontram resultados de que há maior retenção de caixa nas empresas quando a incerteza aumenta. Além disso, os resultados do estudo indicam que a incerteza da política econômica influencia o caixa futuro das firmas.

Santos et al. (2023), por sua vez, investigam a relação entre a incerteza da política econômica no mercado brasileiro e o retorno anormal dos *accruals*, e encontram resultados que indicam que a incerteza da política econômica influencia os retornos anormais, indicando que ações apresentam maiores retornos anormais em períodos de maior incerteza. Por outro lado, os autores avaliaram um índice de volatilidade das ações e verificam relação contrária, que há uma redução nos preços das ações e seus retornos em momentos de maior volatilidade no mercado.

Dessa forma, ao considerar o custo da dívida das empresas será possível avaliar as relações entre a incerteza da política econômica e os custos de financiamento das empresas, analisando assim o custo de captação de recursos por meio de dívida para as empresas. Conforme já ressaltado, a assimetria de informações e o risco de inadimplência são fatores que podem aumentar o custo da dívida. Tran (2021) defende que a incerteza da política econômica poderia afetar positivamente o custo de financiamento da dívida por meio desses dois mecanismos. Isso porque sob uma alta incerteza a assimetria de informações entre credores e empresas seria também mais severa, por sua vez aumentando os custos da dívida (Tran, 2021; Zhang et al., 2015).

Por outro lado, de acordo com a Teoria das Opções Reais, as empresas tendem a adiar investimentos em momentos de incerteza (Bloom et al., 2007; Rodrik, 1999), o que aumenta a volatilidade dos fluxos de caixa futuros e traz imprecisão quanto aos pagamentos da dívida, aumentando assim o risco de inadimplência e, conseqüentemente, o custo da dívida (Francis et al., 2014; Tran, 2021). Além dessa redução da demanda devido à redução dos investimentos nas empresas, os credores podem reduzir a oferta de crédito quando a incerteza aumenta, o que aumentaria também os custos de financiamento das empresas por meio de dívidas bancárias (Berger et al., 2022; Zhang et al., 2015).

Outro fator relevante é que a incerteza política e econômica se intensificou nos últimos anos e fez com que grandes desafios surgissem quanto às próprias políticas econômicas e as decisões financeiras (Al-Thaqeð & Algharabali, 2019). Essas preocupações se intensificaram principalmente após acontecimentos como a crise financeira global, a turbulência

política no Oriente Médio e em outras grandes potências mundiais e as disputas político-partidárias em diversos países ao redor do mundo (Al-Thaqed & Algharabali, 2019; Baker et al., 2016).

À luz desses eventos, Baker et al. (2016) desenvolveram o *Economic Policy Uncertainty* (EPU), um índice de incerteza da política econômica que busca capturar a frequência de notícias de jornais em relação ao cenário de um país e que afeta o nível de incerteza para um dado período de tempo. O índice foi construído a partir de validações de dados com outros índices de incerteza e também validado por provedores de dados de mercado, ressaltando a utilidade do índice para a tomada de decisões (Baker et al., 2016). Atualmente o índice está disponível para 28 países, incluindo o Brasil, para o qual são utilizados dados do jornal Folha de São Paulo, desde 1991, de forma mensal (EPU, 2022).

Além disso, ainda considerando o cenário brasileiro, outro indicador de incerteza da política econômica foi criado. Ferreira et al. (2019) criam o *Brazilian Economic Uncertainty Indicator*, um indicador que expande a variedade de jornais em relação ao EPU, capturando, além das informações do jornal Folha de São Paulo, informações do Valor Econômico, Correio Brasiliense, Estadão, O Globo e Zero Hora. O Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br), como é tratado no Brasil, é produzido e mantido pela Fundação Getúlio Vargas (FGV).

A partir de indicadores como esses, a literatura sobre as relações da incerteza da política econômica com as decisões corporativas evoluiu, se concentrando nos efeitos da incerteza da política econômica nas decisões de investimento corporativo (Tran, 2021). Entretanto, poucos são os estudos que analisaram a relação entre a incerteza da política econômica e o custo de capital das empresas.

Francis et al. (2014) buscaram examinar se e como a incerteza da política econômica influencia o custos dos empréstimos bancários de uma empresa. A amostra foi composta por empresas estadunidenses no período de 1990 a 2010. Os resultados indicaram que a incerteza do ambiente político impõe custos adicionais aos contratos de empréstimos (avaliados pelo *spread*), ou seja, a incerteza influencia o custo da dívida e da contratação de empréstimos bancários (Francis et al., 2014).

Waisman et al. (2015) também analisaram o efeito da incerteza política econômica no custo da dívida corporativa, utilizando uma amostra de empresas estadunidenses no período de 1980 a 2012. Analisando títulos de dívida, os autores encontram resultados de que a incerteza política está associada a maiores custos de financiamento da dívida corporativa, levando a aumentos nos *spreads* dos títulos (Waisman et al., 2015).

Sob uma ótica diferente, Xu (2020) buscou analisar o impacto da incerteza da política econômica na inovação corporativa com a identificação de um canal de transmissão a partir do custo de capital. A amostra do estudo incluiu 12.408 empresas de capital aberto estadunidenses no período de 1985 a 2007. O autor se utilizou de medidas de custo de capital próprio, de custo da dívida e de custo médio ponderado de capital para analisar os efeitos da incerteza. Os resultados foram robustos para todas as medidas de custo de capital, demonstrando que o custo de capital das empresas, em média, aumenta na medida em que a incerteza da política econômica aumenta, o que leva as empresas a levantar menos capital externo e serem menos inovadoras em períodos de alta incerteza (Xu, 2020).

Já utilizando um painel de 17 países no período de 2003 a 2016, Tran (2021) investiga a relação entre a incerteza da política econômica e o custo do financiamento da dívida. As descobertas evidenciam que a incerteza afeta positivamente o custo da dívida e que esse efeito é ainda mais pronunciado durante a crise financeira global de 2008/2009. A partir disso, o autor sugere que gestores devem levar em consideração a incerteza ao tomar decisões de financiamento, utilizando recursos internos quando a incerteza for mais alta (Tran, 2021).

Liu e Wang (2022), por outro lado, buscaram analisar empresas do mercado chinês, no período de 2002 a 2018. A proposta era avaliar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo de capital, utilizando igualmente o custo de capital total, de capital próprio e da dívida. Diferentemente, os resultados sugerem que aumentos na incerteza da política econômica aumentam o custo médio ponderado de capital e o custo de capital próprio, mas não o custo da dívida, o qual teve pouca variação no período e não se mostrou significativo (Liu & Wang, 2022).

Fundamentado nesses estudos, é possível observar que, de forma geral, as evidências internacionais têm apontado para uma relação positiva entre a incerteza da política econômica e o custo da dívida corporativa. Seguindo esses resultados anteriores, este estudo se propõe a testar essa hipótese no cenário brasileiro:

H1: A incerteza da política econômica está positivamente relacionada ao custo da dívida das empresas brasileiras.

Dessa forma, este estudo se diferencia dos demais ao testar a possível ocorrência da relação proposta no mercado brasileiro, a qual ainda não foi encontrada na literatura. Além disso, destaca-se que será utilizado o indicador IIE-Br, específico para a realidade brasileira, expandindo os olhares para o fenômeno em estudo.

Ademais, ressalta-se que a relação esperada para a hipótese em questão também considera evidências empíricas anteriores sobre as decisões corporativas e a incerteza da política econômica no mercado brasileiro. As evidências neste mercado sugerem que maior incerteza da política econômica leva a aumentos na alavancagem corporativa (Schwarz & Dalmácio, 2021); a reduções nas despesas de capital, ou seja, menor nível de investimento corporativo (Batista et al., 2021); e a aumentos no nível de caixa das empresas (Souza et al., 2022).

3 METODOLOGIA

Este estudo se classifica como descritivo e quantitativo, com utilização de abordagem bibliográfica e documental (Martins & Théophilo, 2016). O estudo é bibliográfico uma vez que se utilizou de teoria e evidências de estudos anteriores

para formulação da problemática e referencial construídos. É documental porque se utiliza de dados secundários das informações contábeis-financeiras das empresas para a análise das relações propostas. Além disso, é caracterizada como descritivo porque busca, de fato, descrever as relações entre a incerteza da política econômica e o custo da dívida das empresas. Por fim, é quantitativo porque foram utilizados métodos econométricos para a resposta aos questionamentos e teste da hipótese central da pesquisa.

Os dados referentes ao nível da empresa são originados de todas as empresas de capital aberto listadas na Brasil, Bolsa, Balcão – B3, com alguns critérios de exclusão. Foram excluídas da amostra as empresas financeiras por possuírem características próprias de funcionamento, que influenciaria o cálculo das variáveis do estudo, principalmente no que tange ao custo da dívida. Essa seleção foi realizada diretamente da base de dados utilizada no estudo, restringindo as empresas aos setores econômicos não financeiros. Além disso, foram excluídas as empresas que não apresentavam as informações necessárias para compor as observações construídas em resposta ao estudo, ou seja, empresas que não possuíam, na base de dados, as informações referentes às variáveis utilizadas no estudo. Ressalta-se ainda que foram considerados dados a partir de 2010, corte temporal que considera a convergência das normas e padrões contábeis brasileiros à normas internacionais. Dessa forma, a amostra final do estudo foi composta por 146 empresas, considerando dados de 2010 a 2021. As informações contábeis-financeiras coletadas das empresas foram extraídas da base de dados da Refinitiv, enquanto as informações sobre o índice *Economic Policy Uncertainty* (EPU) e do Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br) foram extraídas do portal *Economic Policy Uncertainty Index* (<http://www.policyuncertainty.com/>).

Dada a característica da base de dados, de informações de várias empresas ao longo de um período, foram utilizadas estimativas em regressão com modelos para dados em painel (Wooldridge, 2019).

Dessa forma, a variável resposta utilizada no estudo corresponde ao custo da dívida corporativa, o qual foi obtido seguindo os direcionamentos dos estudos anteriores e utilizando as despesas de juros (Francis et al., 2014; Liu & Wang, 2022; Tran, 2021; Waisman et al., 2015; Xu, 2020). A fórmula utilizada para o cálculo da variável dependente é apresentada na Equação (1).

$$COD_t = \frac{Despesas\ de\ Juros_t}{Dívida\ Total_t} \quad (1)$$

Em que: COD representa o custo da dívida (cost of debt); t representa o período de tempo de 2010 a 2021.

Por sua vez, a variável de interesse deste estudo, a incerteza da política econômica, foi avaliada de duas formas, considerando o EPU e o IIE-Br. Dado que os indicadores são divulgados de forma mensal, foi obtida a média anual para cada indicador, seguindo a literatura anterior (Demir & Ersan, 2017; Tran, 2021). Ressalta-se que um número de índice maior implica em um mais alto nível de incerteza da política econômica (Baker et al., 2016; Ferreira et al. (2019).

De forma adicional, a fim de testar o efeito da recessão econômica vivenciada no Brasil nos anos de 2015 e 2016 (Barbosa Filho, 2017; Barboza & Zilberman, 2018; Tran, 2021) e da crise ocasionada pela pandemia de Covid-19 em 2020 e 2021 (Almaghrabi, 2022; Gopalakrishnan et al., 2022) sobre o custo da dívida, foram inseridas duas variáveis *dummies* que capturam esses períodos, uma para a recessão e outra para a pandemia de Covid-19. Tais testes se baseiam na ideia de que durante períodos de crise, os mercados de capitais não operam de forma eficiente e o crédito ofertado pode ser reduzido, o que traria maiores restrições financeiras para as empresas e maiores custos da dívida (Tran, 2021).

Por fim, foram adicionadas variáveis de controle também alinhadas com a literatura anterior (Francis et al., 2014; Liu & Wang, 2022; Tran, 2021; Waisman et al., 2015; Xu, 2020). Foram adicionadas as variáveis de tamanho, fluxo operacional de caixa e tangibilidade, a fim de controlar os efeitos da incerteza sobre o custo da dívida.

Na Figura 1 são apresentadas as operacionalizações das variáveis do estudo.

Figura 1 - Operacionalização das variáveis do estudo

Descrição	Proxy – Operacionalização	Fundamentação	Relação Esperada	
Variáveis de Incerteza	EPU	Média dos valores mensais de EPU para cada ano	Francis et al. (2014); Liu e Wang (2022); Tran (2021); Waisman et al. (2015); Xu (2020)	+
	IIE-Br	Média dos valores mensais de IIE-Br para cada ano		+
Crise	<i>Dummy</i> que assume 1 para os anos 2015 e 2016 e 0 caso contrário	Tran (2021)	+	
Covid	<i>Dummy</i> que assume 1 para os anos 2020 e 2021 e 0 caso contrário	Almaghrabi (2022); Gopalakrishnan et al. (2022)	+/-	

Descrição	Proxy – Operacionalização	Fundamentação	Relação Esperada
Variáveis de Controle	Tamanho	Logaritmo natural do ativo total	-
	FluxoCaixa	EBITDA após despesas com juros, impostos e dividendos dividido pelo ativo total	-
	Tang	Imobilizado sobre ativo total	+

Assim, a partir das variáveis elencadas e descritas anteriormente, o modelo econométrico deste estudo pode ser representado pela Equação (2).

$$COD_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Incerteza_t + \beta_2 Crise_t + \beta_3 Covid_t + \beta_4 Tamanho_{i,t} + \beta_5 FluxoCaixa_{i,t} + \beta_6 Tang_{i,t} + c_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

Em que: *COD* : custo da dívida; *Incerteza*: variável de incerteza da política econômica, que assume as variáveis de EPU e IIE-Br; *Crise*: variável *dummy* de crise econômica, 1 se ano = 2015 e 2016, 0 caso contrário; *Covid*: *dummy* pandemia de COVID-19, 1 se ano = 2020 e 2021, 0 caso contrário; *Tamanho*: tamanho da empresa medido pelo logaritmo natural do ativo total; *FluxoCaixa*: fluxo de caixa das operações; *Tang*: tangibilidade dos ativos da empresa; *t* tempo em anos, que assume o período de 2010 a 2021; α_0 : intercepto do modelo de regressão; β_j ; $j=1\dots n$, coeficientes angulares das variáveis explicativas do modelo; *c*: componente do termo de erro aleatório do modelo; ε : erro usual da regressão.

De maneira complementar, este estudo testa, como medida de robustez, regressões em que se utiliza as variáveis explicativas de controle em nível defasado, ou seja, no período t-1. Essa utilização visa tratar a possível endogeneidade que poderia ser causada pelo problema de causalidade entre o custo da dívida e as características da empresa, o que foi ressaltado por estudos anteriores correlatos que também realizaram testes de robustez (Liu & Wang, 2022; Tran, 2021). A regressão testada a título de robustez é demonstrada na Equação (3), a qual é correspondente à Equação (2), porém com índices temporais defasados em um período para as variáveis de nível da firma.

$$COD_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Incerteza_{t-1} + \beta_2 Crise_{t-1} + \beta_3 Covid_{t-1} + \beta_4 Tamanho_{i,t-1} + \beta_5 FluxoCaixa_{i,t-1} + \beta_6 Tang_{i,t-1} + c_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

Considerando as equações de regressão estimadas em (2) e (3), com suas variações na variável de incerteza (EPU e IIE-Br), foram utilizadas algumas estratégias de estimação para os modelos econométricos. Para a definição da estrutura de estimação em painel preferível (Wooldridge, 2019), *pooled OLS*, por efeitos fixos ou por efeitos aleatórios, foram utilizados os testes de Chow, (*pooled* ou efeitos fixos), Breusch-Pagan (*pooled* ou efeitos aleatórios) e Hausman (efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Após a definição da estrutura de estimação preferível, foi avaliada a possível presença de multicolinearidade (estatística de inflação da variância), de autocorrelação nos resíduos (teste de Wooldridge) e de heterocedasticidade (teste de Wald). Em casos de presença de problemas de autocorrelação e de heterocedasticidade, os modelos foram estimados por meio de Mínimos Quadrados Generalizados Factiveis (*Feasible Generalized Least Squares*, FGLS).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A fim de responder ao objetivo desta pesquisa, de analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas de capital aberto listadas no mercado brasileiro, são apresentados a seguir os resultados das estimativas realizadas.

Inicialmente, são apresentadas, na Tabela 1, as estatísticas descritivas das variáveis do estudo, com exceção das variáveis *dummy*.

A partir dos resultados apresentados, verifica-se que a média do custo da dívida das empresas é de 0,0913 e o desvio-padrão é de 0,2389, o que indica que há uma alta variação no custo da dívida entre as empresas da amostra. Essa alta variação no custo de capital das empresas também foi encontrado por estudos em outros países, como em amostra de empresas chinesas (Liu & Wang, 2022), de empresas estadunidenses (Waisman et al., 2015) e de empresas de diversos países (Tran, 2021).

Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis do estudo

Variável	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Custo	0,0913	0,2389	0,0000	6,90
EPU	217,49	67,47	117,53	346,49
IIE-Br	117,14	18,53	91,01	155,93
Tamanho	23,18	1,68	16,65	28,36
FluxoCaixa	0,0832	0,4662	-0,3458	14,23
Tang	0,2062	0,2905	0,0000	6,83

Analisando os indicadores de incerteza da política econômica, é possível observar (Tabela 1) que o EPU é um indicador de incerteza mais volátil que o IIE-Br para o período de análise, com coeficiente de variação de 31% (desvio-padrão sobre média) contra 15,8% do IIE-Br. Souza et al. (2022) também identificaram essa maior volatilidade e ressaltam que essas diferenças podem ser fruto das diferentes formas de construção dos indicadores.

Por fim, observa-se que, em média, as empresas possuem tamanho de cerca de R\$ 3,14 bilhões ($\ln(23,18)$), com fluxos de caixa operacional representando cerca de 8% dos ativos totais e com imobilizados em cerca de 21% dos ativos. Observa-se ainda que há valores negativos para os fluxos de caixa das empresas da amostra, indicando necessidade de financiamentos externos. Esses resultados corroboram os resultados encontrados por Tran (2021).

Prosseguindo a análise, verifica-se na Tabela 2 os resultados das estimações dos modelos de regressão da Equação (2), a fim de avaliar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas da amostra.

Ressalta-se que foi adotado o nível de significância de 10% para as análises dos resultados apresentados no estudo. Considerando os testes de validação realizados, observa-se, na Tabela 2, que o fator de inflação da variância (mean VIF) ficou abaixo de 5, não sendo verificada a presença de multicolinearidade na amostra em questão. Além disso, os resultados dos testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman indicaram a preferência pela estimação via efeitos aleatórios, não rejeitando a hipótese nula do teste de Hausman para ambos os modelos. Já a verificação da possível presença de autocorrelação e heterocedasticidade pelos testes de Wooldridge e Wald, respectivamente, indicou que o modelo com variável de incerteza da política econômica avaliada pelo EPU possuía problema de autocorrelação e de heterocedasticidade e o modelo com variável IIE-Br apresentava apenas problema de autocorrelação nos resíduos. A partir desses resultados, portanto, os modelos finais apresentados na Tabela 2 foram estimados utilizando a técnica de estimação dos parâmetros da regressão por FGLS com correção para os problemas mencionados.

Tabela 2 - Modelos estimados por FGLS conforme Equação (2)

Variáveis Explicativas	Modelos estimados	
	EPU	IIE-Br
Incerteza	0,0000551***	0,0001702***
	(9,70e-06)	(0,00006)
Crise	0,0056509***	0,0132056***
	(0,0017251)	(0,0018868)
Covid	-0,0150507***	-0,004338
	(0,0014053)	(0,0027141)
Tamanho	-0,0008596*	-0,0018141***
	(0,0004558)	(0,0005689)
FluxoCaixa	0,0437054***	0,0292393**
	(0,011953)	(0,0122875)
Tang	-0,0045515	0,0000252
	(0,0038481)	(0,0046212)

Variáveis Explicativas	Modelos estimados	
	EPU	IIE-Br
constante	0,0732303 (0,0108732)	0,0337609 (0,01456)
Nº de observações	913	913
Nº de grupos	146	146
Mean VIF	1,70	2,34
Chow	F(170, 761) = 4,46***	F(170, 761) = 4,44***
Breusch-Pagan	chi2(01) = 7,21***	chi2(01) = 7,00***
Hausman	chi2(6) = 3,39	chi2(6) = 6,21
Wooldridge	F(1, 116) = 8,750***	F(1, 116) = 8,963***
Wald	chi2(170) = 3854,90***	chi2(170) = 3905,36

Nota. São apresentados os coeficientes e abaixo, entre parênteses, os erros-padrão. A significância estatística é indicada por: *10%; **5%; ***1%.

Analisando os resultados de interesse dos modelos estimados, é constatado que a amostra estudada apresenta relação positiva e significativa entre a incerteza da política econômica e o custo da dívida. Este resultado é consistente para ambas as medidas de incerteza (EPU e IIE-Br), conforme esperado pelo estudo. Assim, os resultados evidenciam que aumentos na incerteza da política econômica no cenário brasileiro influencia positivamente o custo da dívida corporativa.

Esses resultados estão alinhados aos resultados encontrados pela literatura empírica anterior, como Francis et al. (2014), Tran (2021), Waisman et al. (2015) e Xu (2020). Dessa forma, foi possível verificar o alinhamento dos resultados com as propostas teóricas de que momentos com maior incerteza levariam a aumentos dos custos de dívida das empresas.

De forma adicional ao objetivo proposto neste estudo, foram testadas ainda as variáveis de *Crise* e *Covid-19*, que representam *dummies* para os anos de 2015-2016 e 2020-2021, respectivamente.

Com relação à variável de crise econômica, fica evidenciado sinal positivo e significativo, indicando que durante os anos de 2015 e 2016 o custo da dívida das empresas da amostra se mostrou maior do que para os demais anos. Esse resultado corrobora a ideia de que em momentos de crises as empresas podem enfrentar maiores restrições financeiras, o que traria maiores custos da dívida, conforme igualmente encontrado por Tran (2021).

A variável Covid-19, por sua vez, apresentou sinal negativo e significativo apenas para o modelo com a variável de incerteza da política econômica relacionada ao EPU. A relação negativa encontrada, portanto, indica que o custo da dívida foi menor nos anos de 2020 e 2021 do que nos demais anos da amostra, indicando menores volumes de despesas de juros para o período de pandemia da covid-19. Almaghrabi (2022) e Gopalakrishnan et al. (2022) destacam que resultados como esse podem ser decorrentes das estratégias adotadas pelos governos e pelas instituições financeiras de um país em resposta à pandemia, incentivando o financiamento da dívida por custos mais baixos ou implementando programas de maiores prazos ou subsídios para as empresas que necessitem de maior financiamento por meio de dívida nesses períodos.

Por fim, com relação às variáveis de controle do estudo, observou-se que a variável de tangibilidade não foi significativa, indicando que a proporção de ativos imobilizados não influencia o custo da dívida das empresas em análise. Já a variável de tamanho apresentou relação negativa e significativa com o custo da dívida e a variável referente aos fluxos de caixa apresentou relação positiva com o custo. O resultado encontrado para a variável de tamanho segue os resultados esperados, uma vez que empresas de grande porte possuem menor risco de inadimplência e, por isso, poderiam incorrer em menores custos da dívida (Tran, 2021). Por outro lado, o resultado encontrado para a variável de fluxo de caixa é contrário ao esperado, uma vez que se esperava que empresas com maiores fluxos de caixa demonstrariam maiores capacidades de pagamento e/ou menor risco de inadimplência, o que, portanto, reduziria o custo da dívida. Entretanto, esse resultado encontrado para o cenário brasileiro pode ser resultado da alta incerteza vivenciada para o período da amostra (Barboza & Zilberman, 2018; Gouveia, 2021), o que traria uma alta volatilidade para os fluxos de caixa das empresas e, consequentemente, exigiria uma maior compensação no custo da dívida pelo risco adicional de incerteza do mercado.

Como estratégia de avaliar a robustez dos resultados, os modelos foram reestimados utilizando as variáveis de controle defasadas em um período (tamanho, fluxo de caixa e tangibilidade). Ressalta-se que as validações foram refeitas e os modelos foram estimados utilizando FGLS com correção para heterocedasticidade e autocorrelação (EPU) e com correção para autocorrelação (IIE-Br). Assim, os resultados das estimações da Equação (3) estão apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 - Modelos estimados por FGLS conforme Equação (3)

Variáveis Explicativas	Modelos estimados	
	EPU	IIE-Br
Incerteza	0,000029*** (8,21e-06)	0,0001831*** (0,0000477)
Crise	0,0060486*** (0,0013514)	0,0092805*** (0,0011801)
Covid	-0,0157555*** (0,0015309)	-0,0054118** (0,0022646)
Tamanho _{t-1}	-0,0011401 (0,0004558)	-0,0005226 (0,0006346)
FluxoCaixa _{t-1}	0,0328193** (0,0136746)	-0,0122827*** (0,0122875)
Tang _{t-1}	0,0035202 (0,0053538)	0,0089071* (0,0049994)
constante	0,0332192* (0,0175978)	0,0719303*** (0,0159945)
Nº de observações	687	687
Nº de grupos	118	118
Mean VIF	1,81	2,46
Chow	F(145, 563) = 76,96***	F(145, 563) = 76,55***
Breusch-Pagan	chi2(01) = 2,90**	chi2(01) = 2,96**
Hausman	chi2(6) = 0,20	chi2(6) = 2,17
Wooldridge	F(1, 116) = 8,750***	F(1, 116) = 8,963***
Wald	chi2(145) = 3217,47***	chi2(145) = 3187,73

Nota: São apresentados os coeficientes e abaixo, entre parênteses, os erros-padrão. A significância estatística é indicada por: *10%; **5%; ***1%.

Os resultados mostram que a relação entre a incerteza da política econômica e o custo da dívida se mantém quando utilizadas as variáveis de controle defasadas. Tran (2021) também testou essa relação, com vistas a eliminar o problema de possível endogeneidade entre as variáveis do nível da firma e encontra igualmente relação positiva entre a incerteza da política econômica e o custo da dívida.

Por fim, de forma geral, as relações entre as demais variáveis se mantêm nas novas estimações, com exceção de dois aspectos: a tangibilidade se mostra significativa no modelo IIE-Br, com relação conforme esperada; e a variável de fluxo de caixa passa a apresentar relação negativa no modelo IIE-Br, o que também está em conformidade com o esperado inicialmente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar os efeitos da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida das empresas de capital aberto listadas no mercado brasileiro. Para tanto, foi utilizada uma amostra de empresas não financeira no período de 2010 a 2021 para avaliar essas possíveis relações. Como estratégias, os modelos econométricos foram estimados por mínimos quadrados generalizados factíveis com correções para autocorrelação e heterocedasticidade, além de estimações adicionais visando cercear problemas de endogeneidade.

Foram utilizados dois indicadores para avaliação da incerteza da política econômica no cenário brasileiro, o *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU) e o Indicador de Incerteza da Economia – Brasil (IIE-Br). Os resultados se mostraram estáveis para ambas as variáveis, indicando que a incerteza da política econômica afeta positivamente o custo da dívida de empresas brasileiras da amostra. Além disso, as relações se mantiveram robustas quando utilizadas as variáveis explicativas de nível da firma defasadas. Dessa forma, foi possível comprovar a hipótese 1 do estudo de que a incerteza da política econômica está positivamente relacionada ao custo da dívida das empresas brasileiras.

Consistente com estudos anteriores, esses resultados sugerem que a alta incerteza da política econômica pode levar a maiores riscos de inadimplência e maiores níveis de assimetria de informações, que, por consequência, faria os credores a aumentar o custo da dívida. Apesar dessa implicação sugerida, estudos futuros podem avaliar os canais por

meio dos quais a incerteza da política econômica afeta de fato o custo da dívida, o que não foi foco deste estudo. Por outro lado, o estudo contribui para a literatura ao explorar os resultados da relação para o cenário brasileiro, o qual ainda era inexplorado quanto aos efeitos demonstrados.

Adicionalmente, os resultados do estudo indicaram que em períodos de crise econômica o custo da dívida das empresas é maior, enquanto no período de pandemia da covid-19 foi encontrada redução do custo da dívida. Esses resultados mostram que a incerteza da política econômica em períodos de crise econômica pode fazer com que os credores se concentrem na incerteza ao avaliar os custos de contrato de dívida, o que, por sua vez, poderia ser reduzido por meio de medidas governamentais ou de instituições financeiras a fim de atenuar os impactos de uma crise no mercado, como pode ter sido o caso da covid-19 para os resultados da amostra pesquisada.

Ressalta-se que o estudo possui limitações quanto ao período utilizado, restrito à consistência dos dados utilizados e à abordagem proposta de avaliação do custo da dívida. Assim, estudos futuros podem buscar avaliar os custos de capital total ou de capital próprio das empresas, a fim de complementar as visões sobre as relações no mercado brasileiro. Outras variáveis explicativas para o custo da dívida corporativa podem ser testadas de maneira adicional ou conjunta com a incerteza da política econômica, como é o caso da taxa de juros praticada no mercado, que apesar de ser considerada no indicador de incerteza, merece uma atenção especial. Apesar de não ter sido foco deste estudo, avaliar efeitos intensificados da incerteza da política econômica sobre o custo da dívida podem ser úteis para a tomada de decisão de gestores de empresas e de credores. Além disso, outras metodologias podem ser úteis a fim de avaliar as possíveis relações, bem como a utilização de outras variáveis que avaliem a incerteza da política econômica.

REFERÊNCIAS

- Almaghrabi, K. S. (2022). COVID-19 and the cost of bond debt: The role of corporate diversification. *Finance Research Letters*, 46(B), 102454. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102454>
- Al-Thaqeb, S. A., & Algharabali, B. G. (2019). Economic policy uncertainty: A literature review. *The Journal of Economic Asymmetries*, 20, e00133. <https://doi.org/10.1016/j.jeca.2019.e00133>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Barbosa, F. D. H. (2017). A crise econômica de 2014/2017. *Estudos avançados*, 31(89), 51-60. <https://doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>
- Barboza, R. D. M., & Zilberman, E. (2018). Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 72(2), 144-160. <https://doi.org/10.5935/0034-7140.20180007>
- Batista, A. T. N., Souza, G. H. D., Bressan, V. G. F., & Lamounier, W. M. (2021). Atrasos em Investimentos Corporativos e Incerteza Sobre a Política Econômica no Brasil. In: XLV Encontro da ANPAD – EnANPAD, 45, 2021. *Anais [...]*. EnANPAD.
- Berger, A. N., Guedhami, O., Kim, H. H., & Li, X. (2022). Economic policy uncertainty and bank liquidity hoarding. *Journal of Financial Intermediation*, 49, 100893. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2020.100893>
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475. <https://doi.org/10.1086/344114>
- Bloom, N., Bond, S., & Van Reenen, J. (2007). Uncertainty and investment dynamics. *The Review of Economic Studies*, 74(2), 391-415. <https://doi.org/10.1111/j.1467-937X.2007.00426.x>
- Bordo, M. D., Duca, J. V., & Koch, C. (2016). Economic policy uncertainty and the credit channel: Aggregate and bank level US evidence over several decades. *Journal of Financial Stability*, 26, 90-106. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2016.07.002>
- Buchanan, B. G., Cao, C. X., Liljeblom, E., & Wehrich, S. (2017). Uncertainty and firm dividend policy—A natural experiment. *Journal of Corporate Finance*, 42, 179-197. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.008>
- Demir, E., & Ersan, O. (2017). Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review*, 33, 189-200. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>
- Economic Policy Uncertainty - EPU. (2022). *Brazil Monthly Index*. 2022. https://www.policyuncertainty.com/brazil_monthly.html
- Elyasiani, E., Jia, J. J., & Mao, C. X. (2010). Institutional ownership stability and the cost of debt. *Journal of Financial Markets*, 13(4), 475-500. <https://doi.org/10.1016/j.finmar.2010.05.001>
- Ferreira, P. C., Vieira, R. M. B., Silva, F. B., & Oliveira, I. C. (2019). Measuring Brazilian economic uncertainty. *Journal of Business Cycle Research*, 15(1), 25-40. <https://doi.org/10.1007/s41549-018-00034-3>
- Francis, B. B., Hasan, I., & Zhu, Y. (2014). Political uncertainty and bank loan contracting. *Journal of Empirical Finance*, 29, 281-286. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2014.08.004>
- Gopalakrishnan, B., Jacob, J., & Mohapatra, S. (2022). COVID-19 pandemic and debt financing by firms: Unravelling the channels. *Economic Modelling*, 114, 105929. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2022.105929>
- Gouveia, A. C. (2021). *Incerteza no Brasil é uma das mais resistentes na queda*. Blog do IBRE. 2021. <https://blogdoibre.fgv.br/posts/incerteza-no-brasil-e-uma-das-mais-resistentes-na-queda>
- Gulen, H., & Ion, M. (2016). Policy uncertainty and corporate investment. *The Review of Financial Studies*, 29(3), 523-564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>

- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (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)
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45-83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Li, X. M., & Qiu, M. (2021). The joint effects of economic policy uncertainty and firm characteristics on capital structure: Evidence from US firms. *Journal of International Money and Finance*, 110, 102279. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102279>
- Liu, J., & Wang, H. (2022). Economic policy uncertainty and the cost of capital. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102070. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102070>
- Luis, P., Perote, J., & Fuente, G. (2022). The impact of economic policy uncertainty and monetary policy on R&D investment: An option pricing approach. *Economics Letters*, 214, 110413. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2022.110413>
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas* (3 ed.). Atlas.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(77\)90015-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90015-0)
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1984.tb03646.x>
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520-545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Phan, H. V., Nguyen, N. H., Nguyen, H. T., & Hegde, S. (2019). Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research*, 95, 71-82. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- Rodrik, D. (1991). Policy uncertainty and private investment in developing countries. *Journal of Development Economics*, 36(2), 229-242. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(91\)90034-S](https://doi.org/10.1016/0304-3878(91)90034-S)
- Schwarz, L. A. D., & Dalmácio, F. Z. (2021). The relationship between economic policy uncertainty and corporate leverage: Evidence from Brazil. *Finance Research Letters*, 40, 101676. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101676>
- Shams, S., Gunaskerage, A., & Velayutham, E. (2022). Economic policy uncertainty and acquisition performance: Australian evidence. *International Review of Economics & Finance*, 78, 286-308. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.12.004>
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of Financial Economics*, 25(1), 123-139. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90099-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90099-8)
- Santos, W. C., Souza, G. H. D., Coaguila, R. A. I., & Takamatsu, R. T. (2023). Influência da Incerteza da Política Econômica nos níveis de Accruals e Retornos Anormais. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 003-017. <https://doi.org/10.14392/asaa.2022160102>
- Souza, G. H. D., Batista, A. T. N., & da Cunha, J. V. A. (2022). Efeitos da Incerteza da Política Econômica no Caixa das Empresas Brasileiras. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 16(1), 74-93. <https://doi.org/10.17524/repec.v16i1.2966>
- Tran, Q. T. (2019). Economic policy uncertainty and corporate risk-taking: International evidence. *Journal of Multinational Financial Management*, 52-53, 100605. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.100605>
- Tran, Q. T. (2021). Economic policy uncertainty and cost of debt financing: international evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101419. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2021.101419>
- Valta, P. (2012). Competition and the cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 105(3), 661-682. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.04.004>
- Wang, Y., Wei, Y., & Song, F. M. (2017). Uncertainty and corporate R&D investment: Evidence from Chinese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 47, 176-200. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.10.004>
- Wen, F., Li, C., Sha, H., & Shao, L. (2021). How does economic policy uncertainty affect corporate risk-taking? Evidence from China. *Finance Research Letters*, 41, 101840. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101840>
- Wooldridge, J. M. (2019). *Introductory Econometrics: A Modern Approach* (7 ed). Cengage Learning.
- Xu, Z. (2020). Economic policy uncertainty, cost of capital, and corporate innovation. *Journal of Banking & Finance*, 111, 105698. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.105698>
- Zhang, G., Han, J., Pan, Z., & Huang, H. (2015). Economic policy uncertainty and capital structure choice: Evidence from China. *Economic Systems*, 39(3), 439-457. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2015.06.003>

COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E PAGAMENTO DE DIVIDENDOS: O PAPEL DA DIVERSIDADE DE GÊNERO E DA IDADE DOS MEMBROS DO CONSELHO

BOARD OF DIRECTORS COMPOSITION AND DIVIDENDS PAYMENT: THE ROLE OF GENDER DIVERSITY AND AGE OF BOARD MEMBERS

AGRADECIMENTOS

O doutorando Vitor Fonseca Machado Beling Dias agradece à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio concedido para o desenvolvimento desta pesquisa. O Prof. Rodrigo F. Malaquias gostaria de agradecer ao CNPq pelo apoio concedido para o desenvolvimento de parte desta pesquisa. Rodrigo F. Malaquias agradece também à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo apoio concedido para a realização de parte desta pesquisa (Projeto de Demanda Universal, 2022, APQ-02071-22, Edital 001/2022).

RESUMO

O objetivo do presente estudo foi investigar como características do Conselho de administração (CA) das empresas de capital aberto no Brasil - presença de mulheres no CA e idade dos membros do CA - se relacionam com a distribuição de dividendos. Os dados financeiros foram coletados no Banco de Dados Econômica e os dados sobre o CA foram coletados no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Para o teste das hipóteses, foi utilizada a análise de dados em painel, com dados de 222 empresas no período de 2017 a 2021. Os resultados não indicaram efeito significativo em relação à presença de mulheres no CA e distribuição de dividendos. Observou-se também que a idade dos membros do CA apresentou relação significativa e positiva em relação aos dividendos, particularmente para membros do CA que possuem idade entre quarenta e cinquenta anos. O presente estudo contribui para a literatura de Governança Corporativa, especificamente no que tange à presença de mulheres no CA, bem como heterogeneidade de idade dos membros do CA, tendo em vista que a maioria dos estudos com essa temática são realizados em países desenvolvidos. Ademais, o trabalho possui a contribuição prática de auxiliar investidores focados em dividendos a tomarem decisões mais assertivas.

Palavras-chave: Dividendos; Diversidade; Conselho de Administração; Idade.

ABSTRACT

The main purpose of this research was to investigate whether the characteristics of the board of directors (BOD) of publicly traded companies in Brazil - presence of women and age of board members - are related to the distribution of dividends. Financial data were collected in the Economica Database, and BOD data were collected at the Brazilian Securities and Exchange Commission website. The hypotheses were tested through panel data regression, using data of 222 companies during the period from 2017 to 2021. The results did not indicate a significant effect regarding the presence of women on the BOD and distribution of dividends. It was observed that the age of board members had a significant relationship with dividends, particularly for board members who are between forty and fifty years old. This study contributes to the Corporate Governance literature, specifically with regard to the presence of women on the BOD, as well as the age heterogeneity of the Board members, considering that most studies with this theme are carried out in included countries. In addition, the study has the practical contribution of helping investors focused on dividends to make more assertive decisions.

Keywords: Dividends; Diversity; Board of Directors; Age.

Vitor Fonseca Machado Beling Dias

Doutorando em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Uberlândia. E-mail: vitorfonscabeling@gmail.com. Orcid iD: <https://orcid.org/0000-0001-6084-5599>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/8956130537127010>

Rodrigo Fernandes Malaquias

Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas. Mestre em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia. Professor Associado junto à Universidade Federal de Uberlândia. E-mail: rodrigofernmalaguas@yahoo.com.br. Orcid iD: <https://orcid.org/0000-0002-7126-1051>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9135874740234258>

José Eduardo Ferreira Lopes

Doutor em Administração pela FEA-RP - USP, Mestre em Administração, MBA em Marketing, Especialista em Estatística e Graduado em Administração pela Universidade Federal de Uberlândia (UFU) e Cientista da Computação, pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Professor na Universidade Federal de Uberlândia (UFU), na graduação, atua nos cursos de Administração, Administração Pública e Gestão da Informação e na pós-graduação, atua no Programa de Pós-Graduação em e no Programa de Pós-Graduação em Gestão Organizacional. E-mail: jefflopes@ufu.br. ORCID iD: <http://orcid.org/0000-0001-5504-3321>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1181111177305483>

1. INTRODUÇÃO

Estudos sobre diversidade de gênero tem ganhado destaque na literatura de Finanças (Kirsch, 2018). De acordo com alguns trabalhos, a diversidade de gênero pode auxiliar um maior monitoramento dos contratos e consequente maior efetividade na mitigação de conflitos entre acionistas e gestores (Almeida, Morais, & Coelho, 2020; Byoun, Chang, & Kim, 2016), auxiliando a amenização de problemas relacionados à Governança Corporativa das empresas.

Parte da literatura utiliza a presença de mulheres no Conselho de administração (CA) como proxy para diversidade de gênero nas empresas (Kirsch, 2018; Tahir, Rahman, & Masri, 2020). A presença de mulheres no CA pode contribuir para uma potencial mitigação de conflitos de agência; adicionalmente, a diversidade de gênero pode exercer uma arbitragem de conflitos interesses, favorecendo uma maior identificação entre os agentes da organização (Byoun, Chang, & Kim, 2016). A diversidade de gênero, considerando o cenário contemporâneo de ambientes organizacionais complexos e marcados por constantes mudanças, pode ainda alterar o conteúdo e a qualidade da tomada de decisão nas empresas devido à presença feminina na gestão (Almeida, Morais, & Coelho, 2020).

Outro atributo utilizado em análises relacionadas ao CA das empresas é a idade dos membros (Abdullah & Ismail, 2017). Parte da literatura identificou que a idade dos membros do CA possui uma relação positiva com a distribuição de dividendos (McGuinness, Lam, & Vieito, 2015). A literatura aponta também que conselheiros da mesma faixa etária tendem a possuir a liderança e os estilos de tomada de decisão tendenciosos para um determinado segmento etário do mercado (Abdullah & Ismail, 2017), sendo que a nomeação de conselheiros de diferentes faixas etárias pode ajudar o conselho a obter informações de diretores que entendam melhor a necessidade e a sensibilidade das partes interessadas (Abdullah & Ismail, 2017).

Considerando o contexto brasileiro, no intuito de buscar uma melhor compreensão dessas características do CA na política de dividendos das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil (B3), o problema de pesquisa que norteou este trabalho foi: como a diversidade de gênero e a idade dos membros do CA se relacionam à distribuição de dividendos das companhias? Desta forma, o objetivo desta pesquisa consiste em investigar como as características do CA das empresas de capital aberto no Brasil - presença de mulheres no CA e idade dos membros do CA – se relacionam com a distribuição de dividendos.

Ao abordar e testar o efeito de características do CA, especificamente relacionadas à diversidade de gênero e heterogeneidade de idade de seus membros, a pesquisa contribui para a literatura de Governança Corporativa, tendo em vista que a maioria dos estudos sobre o assunto foram realizados em países desenvolvidos. Ademais, o estudo pode auxiliar investidores em seu processo de tomada de decisão, particularmente aqueles investidores que possuem maior foco em características das empresas, como o pagamento de dividendos.

O estudo está estruturado da seguinte forma: no segundo item será apresentada a revisão da literatura nacional e internacional sobre o tema. No terceiro tópico serão mostrados a metodologia e os dados utilizados. No quarto item serão apresentadas as análises de resultados, e por fim, as considerações finais.

2. REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

2.1 Diversidade de Gênero e Teoria da Agência

Conforme a Teoria da Agência, os acionistas (diretores/principais) empregam os agentes (gerentes) na gestão da empresa (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Em circunstâncias favoráveis, os interesses dos principais estariam alinhados ao dos agentes, de modo que seria possível a minimizar os conflitos de agência (Gyapong, Ahmed, Ntim, & Nadeem, 2021). Entretanto, quando os interesses estão desalinhados, podem surgir conflitos como: conflito principal-agente e conflito principal-principal (Li & Qian, 2013), sendo que esses conflitos de agência estão presentes nas estruturas institucionais de algumas empresas (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000a, 2000b).

A diversidade de gênero tem contribuído para um maior monitoramento dos contratos e consequente efetividade na mitigação de conflitos entre acionistas e gestores, conforme alguns trabalhos da área (Almeida, Morais, & Coelho, 2020; Byoun, Chang, & Kim, 2016). Alinhado a essa visão, Dani, Pico e Klann (2019) defendem que a diversidade de gênero no CA pode auxiliar o monitoramento do CA. Mais mulheres no CA podem ampliar o leque de experiência profissional deste (Hillman, Cannella, & Harris, 2002), podendo contribuir também para um controle organizacional mais eficaz (Bear, Rahman, & Post, 2010).

De acordo com Byoun, Chang e Kim (2016), a presença de mulheres no CA pode contribuir para uma potencial mitigação de conflitos de agência, além do que, a diversidade de gênero pode exercer uma arbitragem de conflitos interesses, favorecendo uma maior identificação entre os agentes da organização. Khelif e Achek (2017) identificaram que a presença de mulheres em cargos de liderança (entre eles, no CA) esteve associado a um aumento no nível de transparência de relatórios relacionados a questões sociais e ambientais, bem como a uma menor agressividade fiscal (taxas de auditorias mais altas, menores atrasos nas entregas de relatórios e maior probabilidade de um parecer adverso emitido por uma auditoria).

Outros estudos identificaram características diferentes em relação à presença de mulheres no conselho. Existem trabalhos que afirmam, por exemplo, que mulheres estão menos propensas a assumir riscos (Carter, Franco, & Gine,

2017; Huang & Kisgen, 2013) e a emitir menos títulos de dívida (Huang & Kisgen, 2013) quando comparadas a empresas lideradas por homens. Francis, Hasan, Park e Wu (2015) evidenciaram que CFO's do sexo femininos estão associadas a menores riscos, a níveis mais baixos de pagamento de dividendos e relatórios financeiros mais conservadores.

Vários trabalhos sobre mulheres em cargos de liderança analisam as diversas barreiras que limitam a mobilidade ascendente das mulheres nas organizações, relacionados à “teoria do teto de vidro” ou ceiling glass, em que as mulheres possuem maior probabilidade do que os homens de serem promovidas em empresas que estão em dificuldades ou em crise (Glass & Cook, 2016). Existe um menor conjunto de trabalhos que procura identificar as condições sob as quais essas barreiras podem ser superadas (Glass & Cook, 2016).

Outros trabalhos relacionaram a teoria do “teto de vidro” como um reflexo de preconceitos de promoção interna. Fernandez & Campero (2017) argumentam que os padrões do “teto de vidro” também podem ser o resultado de fatores relacionados ao processo de recrutamento e contratação, tanto interno como externo, e identificaram que as políticas de recrutamento que buscam grupos com maior igualdade de gênero para cargos em vários níveis da hierarquia provavelmente pagarão os maiores dividendos ao melhorar o “teto de vidro”.

2.2 Diversidade de Gênero e Dividendos

Perante o cenário contemporâneo de ambientes organizacionais complexos e marcados por constantes mudanças, a diversidade de gênero pode alterar o conteúdo e a qualidade da tomada de decisão nas empresas devido à presença feminina na gestão como variável ausente em cenários anteriores (Almeida, Morais, & Coelho, 2020). Ademais, evidências apontam que grupos heterogêneos afetam a qualidade das perspectivas e julgamentos no processo de tomada de decisão, o que mostra resultados superiores quando comparadas com decisões tomadas por grupos menos diversos (Almeida et al., 2020; Francoeur, Labelle, & Sinclair-Desgagn, 2008).

A política de pagamento de dividendos e atributos do CA são temas que vem ganhando relevância na gestão financeira, principalmente em economias emergentes (Tahir, Rahman, & Masri, 2020). Nos anos mais recentes, estudos acadêmicos apontam que uma maior presença de mulheres no CA pode contribuir com diferentes pontos de vista com potencial de melhorar a tomada de decisão e também o desempenho da empresa (Galbreath, 2018; Post & Byron, 2015; Tahir, Rahman, & Masri, 2020).

Chen, Leung e Goergen (2016) identificaram em seu estudo, com uma amostra de empresas do S&P (índice Standard & Poor's), uma relação positiva entre diversidade de gênero no CA e distribuição de dividendos. Os autores afirmaram ainda que esse efeito aumenta para empresas com governança corporativa considerada fraca, sugerindo que a distribuição de dividendos é usada (pelas mulheres) como um dispositivo de governança.

No trabalho de Briano-Turrent, Fassler e Puente-Esparza (2020), os pesquisadores consideraram empresas chilenas e brasileiras na amostra, e identificaram que alguns fatores relacionados à composição do CA, no caso tamanho do CA e a proporção de mulheres, têm um efeito significativo e positivo na política de dividendos da empresa.

O estudo de Karajeh (2022) analisou os bancos de capital aberto da bolsa de valores de Amã (Jordânia). Karajeh (2022) indicou que bancos com maior nível de disclosure possuem maior qualidade na política de dividendos, e, além disso, que a nacionalidade dos membros do CA e a presença de mulheres no CA possuem um papel moderador que influenciam as motivações dos gestores em relação à qualidade das práticas de divulgação financeira e dividendos bancários.

Ademais, o trabalho de Gyapong et al. (2021), que foi feito considerando as 500 empresas mais negociadas na Bolsa da Austrália, evidenciou que a diversidade de gênero no CA possui um efeito positivo em relação ao pagamento de dividendos em relação às empresas de grande porte. Os autores indicaram, contudo, que quando a concentração de propriedade é alta, o efeito da diversidade de gênero sobre o pagamento de dividendos é menor, e que quando os CA's possuem pelo menos três mulheres, o efeito no pagamento de dividendos acaba sendo maior. Gyapong et al. (2021) destacaram que a diversidade de gênero no conselho pode ser um mecanismo eficaz de Governança Corporativa para aliviar os conflitos principal-agente, mas não os conflitos principal-principal.

Por outro lado, Tahir, Rahman e Masri (2020) evidenciaram um forte efeito negativo e uma relação estatisticamente não significativa da diversidade de gênero no CA, independência do conselho, dualidade do CEO e política de pagamento de dividendos, considerando uma amostra com empresas da Malásia.

Outrossim, Saeed e Sameer (2017) evidenciaram uma relação negativa e significativa entre diversidade dos membros do CA e distribuição de dividendos, com uma amostra de empresas da Índia, China e Rússia, resultado que contrapõe estudos anteriores feitos em países desenvolvidos (Chen et al., 2016). Os autores atribuíram os resultados ao ambiente regulatório ineficiente nos países emergentes, de modo que o monitoramento dos problemas de agência e a distribuição de dividendos seriam mecanismos substitutos de governança (Saeed & Sameer, 2017).

McGuinness, Lam e Vieito (2015) utilizaram dados de mais de 9.000 empresas chinesas e observaram poucas diferenças entre a distribuição de dividendos de empresas chinesas lideradas por homens ou mulheres, defendendo também que, de acordo com os resultados do estudo, os *Chief Executive Officers* (CEOs) masculinos e femininos mostraram níveis comparáveis de aversão ao risco.

Já o trabalho de Rose (2007), considerando uma amostra de empresas dinamarquesas, não evidenciou associação entre desempenho das firmas (mensurado pelo Q de Tobin) e representação feminina no CA. Uma das justificativas levantadas pelo autor é a possibilidade de que, mesmo em empresas com conselheiros considerados não convencionais,

no processo de socialização eles acabam adotando as ideias dos conselheiros convencionais, sendo uma possível explicação para o que o potencial efeito positivo não se materialize.

O trabalho de Eluyela, Dahunsi, Tolase, Okere, Ogabi e Kafidipe (2019) analisou a diversidade de gênero e a distribuição de dividendos de empresas nigerianas. Os autores identificaram que a presença de mulheres no CA não influencia de modo estatisticamente significativa a distribuição de dividendos das empresas. Mustafa, Saeed, Awais e Aziz (2020) elaboraram um estudo considerando dados de quatro economias emergentes asiáticas (China, Malásia, Paquistão e Índia) englobando o período de 2010-2018. Os autores evidenciaram que os resultados da regressão Tobit mostraram o efeito negativo e significativo das mulheres nos conselhos e nas empresas familiares sobre os anúncios de dividendos.

A literatura de Finanças mostra resultados divergentes em relação ao efeito da diversidade de gênero no CA e distribuição de dividendos, sendo que alguns autores já identificaram uma relação positiva (Briano-Turrent, Fassler, & Puente-Esparza, 2020; Chen, Leung, & Goergen, 2016), outros identificaram relação negativa (Mustafa, Saeed, Awais, & Aziz, 2020), enquanto outros não evidenciaram significância (Eluyela, Dahunsi, Tolase, Okere, Ogabi, & Kafidipe, 2019; Tahir, Rahman, & Masri, 2020).

Considerando os resultados diferentes sobre o tema encontrados na literatura, o presente trabalho pretende testar a seguinte hipótese:

H1: A diversidade de gênero do CA possui efeito estatisticamente significativo na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

2.3 Idade dos Membros do CA e Dividendos

A diversidade na idade dos membros do CA é outro atributo importante de um conselho de administração (Abdullah & Ismail, 2017). Se os diretores de um conselho são da mesma faixa etária, a liderança e os estilos de tomada de decisão do conselho podem ser tendenciosos para um determinado segmento etário do mercado, pois os diretores podem ter informações e experiências semelhantes (Abdullah & Ismail, 2017).

A nomeação de diretores de diferentes faixas etárias pode ajudar o conselho a obter informações de diretores que entendam melhor a necessidade e a sensibilidade das partes interessadas em sua faixa etária (Abdullah & Ismail, 2017). O trabalho de Carter, Simkins e Simpson (2003) evidenciou que conselhos mais jovens são mais propensos a incluir conselheiros do sexo feminino do que conselhos mais velhos. Assim, os diretores mais jovens parecem estar mais abertos a novas abordagens, em oposição aos diretores antigos que podem estar interessados em manter o *status quo* (Carter et al., 2003).

A pesquisa de Tahir et al. (2020), teve como objetivo investigar características relevantes do CA que determinam pagamento de dividendos das empresas. Os autores identificaram uma relação positiva entre o tamanho do conselho corporativo, a idade média dos membros do conselho e o mandato do conselho em relação a política de pagamento de dividendos.

Outro estudo que identificou uma relação positiva entre a distribuição de dividendos e idade dos membros do CA foi o de McGuinness, Lam e Vieito (2015). Conforme os autores, a idade do CEO também pode sinalizar certo grau de entrenchamento, especialmente nos casos em que os CEO's mais velhos e mais experientes desfrutam de maior segurança no emprego, sendo essa evidência consistente com níveis mais baixos de retenção de lucros e, portanto, pagamentos mais altos de dividendos.

Thompson e Manu (2021) consideraram empresas estadunidenses na sua amostra, e os resultados apontaram que características do CA, como idade média dos membros, presença feminina e tamanho do CA, possuem efeito significativo positivo na probabilidade de distribuição de dividendos. Os autores argumentam que a idade dos membros do CA pode trazer alguma experiência gerencial, conhecimentos e práticas comerciais importantes na tomada de decisões, além do que, esses membros podem ser menos avessos ao risco, menos agressivos em investimentos gerenciais e preferir pagar dividendos dada sua experiência.

Mirza e Malik (2019) identificaram que a heterogeneidade da idade dos membros do CA possui um efeito moderador positivo nas decisões de dividendos das empresas, considerando uma amostra de empresas listadas na bolsa de valores do Paquistão. O trabalho destacou ainda que empresas com heterogeneidade na idade dos membros do CA podem conseguir realizar tarefas com mais eficiência, e que a organização pode ser beneficiada pela experiência dos membros mais velhos, capacidades executivas de membros de meia-idade, e abertura a novas abordagens e flexibilidade dos membros mais jovens.

Alinhados à Mirza e Malik (2019), o trabalho de Taufik, Jessica e Destriana (2022) identificou que a idade dos membros do CA afeta de maneira positiva e estatisticamente significativa a política de dividendos de empresas listadas na bolsa de valores da Indonésia.

Considerando que a maioria dos estudos levantados apontou que a idade dos membros do CA possui relação positiva e significativa com a distribuição de dividendos das empresas, a segunda hipótese que será testada pelo trabalho é a seguinte:

H2: A idade dos membros do CA possui efeito positivo na distribuição de dividendos das empresas brasileiras.

3. METODOLOGIA

O presente estudo analisou o efeito da diversidade de gênero e de idade do CA no pagamento de dividendos das empresas abertas. Os dados sobre composição do CA (sexo e idade) foram coletados no site da CVM, especificamente o relatório de referência que as empresas enviam à instituição. Na área do recebimento automatizado de documentos (RAD) das empresas listadas, são disponibilizados vários tipos de informações sobre as empresas, dentre elas informações relacionadas à composição do CA. O presente artigo coletou os dados do item 12 (Assembleia e Administração) e o subitem 12.5/6 (Composição e experiência profissional da administração e do Conselho Fiscal), bem como a respectiva data de publicação do supracitado relatório. Em seguida, foi efetuada a tabulação dos dados com auxílio da linguagem de programação *Phyton*, com macros para consulta semi-automatizada.

Com base nessa consulta, os dados foram transferidos para uma planilha eletrônica e organizados para fazerem parte do banco de dados. Para selecionar os membros componentes do CA, o critério utilizado foi o cargo possuir em sua nomenclatura o termo “Conselho de Administração” ou sua abreviação (por exemplo: C.A., CA ou Cons. de Administração), bem como nomes relacionados (Presidente do Conselho de Administração, Membro do Conselho de Administração, Membro Efetivo do Conselho de Administração Independente, Conselheira de Administração Suplente, dentre outras variações).

Os dados financeiros utilizados (dividendos pagos, rentabilidade, ativo total, endividamento, *Book to Market*) foram coletados junto ao Banco de Dados Econômica. Observações provenientes de empresas com Patrimônio Líquido negativo foram excluídas da amostra de estudo, pois poderiam gerar algum viés em variáveis como endividamento e *Book to Market*. Após a exclusão dos *missing values*, a amostra passou a contar com 729 observações, provenientes de 222 empresas ao longo de cinco anos (portanto, um painel não balanceado). O período de cinco anos (2017 a 2021) foi escolhido por permitir a construção de um painel e por também abranger diferentes cenários econômicos, pois 2020 e 2021 foram marcados pela Pandemia do COVID-19. O critério de inclusão das empresas da amostra foi o de possuir dados disponíveis para análise simultânea das variáveis explicativas (incluindo as variáveis de controle) e da variável dependente (ou seja, não houve exclusão de algum setor específico). As variáveis financeiras foram submetidas ao procedimento *winsorize* ao nível de 2% (1% em cada extremidade).

Vale ressaltar que, em relação à idade dos membros do CA, nem todas as empresas divulgaram no formulário consultado a idade de todos os componentes de seu CA (mesmo divulgando seu nome e função). Isso gerou uma limitação na composição das variáveis relacionadas à idade dos membros do CA, sendo considerado, para tanto, apenas as informações disponibilizadas para as empresas e o seu relacionamento foi realizado com o total de membros do CA no respectivo ano.

A variável dependente do estudo, Dividendos Pagos, representa a razão entre dividendos pagos e o ativo total da empresa ao final do período, em linha com estudos anteriores (Tahir et al., 2020). Trata-se, portanto, de uma medida ponderada. O presente estudo utilizou essa variável como dependente baseado em estudos anteriores, que afirmam que essa medida pode refletir de modo confiável a política de distribuição de dividendos da companhia em relação a outras formas de mensuração (Byoun et al., 2016; Tahir et al., 2020).

Quanto às variáveis independentes, elas foram construídas da seguinte maneira: Mulheres no CA, indicando o percentual de mulheres que fazem parte do CA em relação ao número total de membros do CA (Tahir et al., 2020); Idade, indicando o número de membros do CA em determinada faixa etária em relação a todos os membros do CA (Tahir et al., 2020). O agrupamento dos dados relacionados à idade dos membros do CA foi feito da seguinte maneira: Idade Menor 40 anos = indica o percentual de membros do CA que possuem idade menor que 40 anos; Idade Entre 40 e 50 anos = indica o percentual de membros do CA que possuem idade entre 40 e 50 anos, e o mesmo raciocínio se aplica às faixas entre 50-60 anos, 60-70 anos e acima de 70 anos. Foi escolhida a abordagem por faixas em função da possibilidade de identificar o efeito que poderia haver em uma determinada faixa, já que a variável escalar teria o pressuposto de que o efeito tenderia a ser linear conforme o comportamento escalar dessa variável.

Essa variável (Idade, por faixas) foi inserida no trabalho para a análise da heterogeneidade da idade dos membros na distribuição de dividendos. O estudo Mirza e Malik (2019) identificou que a heterogeneidade da idade dos membros do CA pode moderar positivamente a distribuição de dividendos, além do que, a empresa pode ser beneficiada pela experiência dos membros mais velhos, capacidades executivas de membros de meia-idade, e abertura a novas abordagens e flexibilidade dos membros mais jovens.

Quanto às variáveis de controle, foram consideradas as seguintes: Rentabilidade (ROA), indicando a rentabilidade da empresa em relação ao Ativo Total (Tahir et al., 2020); Ativo Total, sendo uma medida para tamanho, representada pelo Logaritmo Natural do Ativo Total de cada empresa ao final de cada ano (Almeida, Morais, & Coelho, 2020); uma medida para endividamento, representada pela razão entre Dívidas Brutas e Patrimônio Líquido (Tahir et al., 2020); e índice *Book to Market* (BTM), indicando razão entre valor contábil (valor do Patrimônio Líquido ao final de cada ano) e o valor de mercado (valor de Mercado ao final de cada ano) das empresas, por ano. Para o teste de hipóteses, foi empregada a análise de regressão com dados em painel. A descrição das variáveis utilizadas é apresentada na Tabela 1, a seguir :

Tabela 1 - Descrição das variáveis

Descrição da variável	Nome da variável no modelo	Forma de cálculo	Estudo-base	Fonte
Dividendos Pagos	Dividendos Pagos / AT	$\frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Ativo total}}$	Tahir et al., (2020)	Economática
Mulheres no CA	Mulheres no CA (Porc.)	$\frac{\text{Total de mulheres no CA}}{\text{Total de membros no CA}} \times 100$	Tahir et al., (2020)	CVM
Idade	Idade	Idade dos membros do CA em 2023	Tahir et al., (2020)	CVM
Rentabilidade	Rentabilidade	$\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}}$	Tahir et al., (2020)	Economática
Tamanho	Ativo Total (Ln)	Log do Ativo Total	Almeida, Morais, & Coelho (2020)	Economática
Endividamento	Endividamento	$\frac{\text{Dívida Bruta}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Tahir et al., (2020)	Economática
Book to Market	Book to Market	$\frac{\text{Valor contábil}}{\text{Valor de mercado}}$	Brawn & Šević 2018	Economática

Fonte: elaboração dos próprios autores.

O modelo utilizado para a análise foi o seguinte:

$$\begin{aligned} \text{Div./A. T.}_{ij} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Mulheres no CA (Porc.)}_{ij} + \beta_2 \text{Id. Menor40anos}_{ij} + \beta_3 \text{Id. Entre40e50anos}_{ij} \\ & + \beta_4 \text{Id. Entre50e60anos}_{ij} + \beta_5 \text{Id. Entre60e70anos}_{ij} + \beta_6 \text{Id. Maior70anos}_{ij} \\ & + \beta_7 \text{Rentabilidade}_{ij} + \beta_8 \text{Ativo Total (Ln)}_{ij} + \beta_9 \text{Endividamento}_{ij} \\ & + \beta_{10} \text{Book to Market}_{ij} + \varepsilon_{ij} \end{aligned}$$

Em que: Div. / A.T. = valor dos dividendos pagos no período ponderado pelo valor do Ativo Total da empresa ao final do ano; Mulheres no CA (Porc.) = indica o percentual de mulheres que fazem parte do CA em relação ao número total de membros do CA; Id. Menor 40 anos = indica o percentual de membros do CA que possuem idade menor que 40 anos; Id. Entre 40 e 50 anos = indica o percentual de membros do CA que possuem idade entre 40 e 50 anos (o mesmo raciocínio se aplica às faixas entre 50-60 anos e 60-70 anos); Id. Maior 70 anos = indica o percentual de membros do CA com idade maior que 70 anos; Rentabilidade = indica, a cada ano, a rentabilidade da empresa em relação ao Ativo Total; Ativo Total (Ln) = indica o Logaritmo Natural do Ativo Total de cada empresa ao final de cada ano; Endividamento = proxy para o nível de endividamento das empresas, mensurada pela razão entre Dívidas Brutas e Patrimônio Líquido (empresas com Patrimônio Líquido negativo foram retiradas da amostra); *Book to Market* = indica a razão entre valor contábil (valor do Patrimônio Líquido ao final de cada ano) e o valor de mercado (valor de Mercado ao final de cada ano) das empresas, por ano; “i” e “j” são indicativos de “empresa” e “período”.

Ressalta-se que, para fins de análise de robustez, foi realizada uma análise adicional substituindo a variável de dividendos pagos pela variável dividendos por ação, que também foi coletada junto ao Banco de Dados Economática.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

A Tabela 2 contém a estatística descritiva para as variáveis que compõem o banco de dados do estudo. De acordo com a análise descritiva da Tabela 2, em média, o CA das empresas possui 13,2% dos membros mulheres. Além disso, em relação à faixa etária, cerca de 26,8% dos membros do CA das empresas possuem entre 50 e 60 anos, sendo este o intervalo de idade mais comum no CA das empresas.

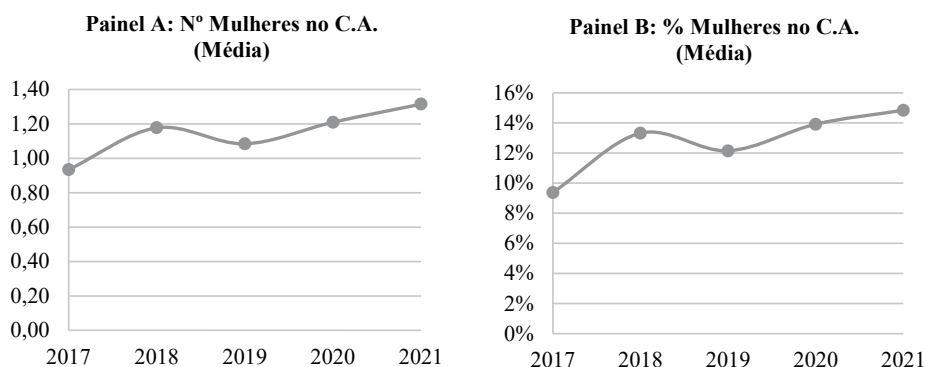
Tabela 2 - Estatística Descritiva das Variáveis do Estudo

Variáveis	n	Média	Desv. Pad.	Mín.	p25	p50	p75	Máx.
Dividendos Pagos / A.T.	729	2,558	3,728	0,000	0,057	1,215	3,300	17,223
Mulheres no C.A. (Porc.)	729	0,132	0,129	0,000	0,000	0,125	0,200	0,750
Id. Menor 40 anos (Porc.)	729	0,060	0,113	0,000	0,000	0,000	0,111	0,800
Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.)	729	0,194	0,176	0,000	0,000	0,167	0,286	1,000
Id. Entre 50 e 60 anos (Porc.)	729	0,268	0,186	0,000	0,143	0,250	0,400	1,000
Id. Entre 60 e 70 anos (Porc.)	729	0,255	0,178	0,000	0,143	0,250	0,364	1,000
Id. Maior 70 anos (Porc.)	729	0,199	0,189	0,000	0,000	0,167	0,300	1,000
Ativo Total (Ln)	729	22,375	1,771	18,203	21,257	22,357	23,652	25,876
Rentabilidade	729	4,859	7,275	-16,205	1,441	4,831	8,423	23,269
Endividamento	729	24,676	17,506	0,000	9,984	24,321	37,725	65,045
Book to Market	729	0,781	0,671	0,071	0,317	0,576	0,990	3,170

Notas: Dividendos Pagos / A.T. = valor dos dividendos pagos no período ponderado pelo valor do Ativo Total da empresa ao final do ano; Mulheres no CA (Porc.) = indica o percentual de mulheres que fazem parte do CA em relação ao número total de membros do CA; Id. Menor 40 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade menor que 40 anos; Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade entre 40 e 50 anos (o mesmo raciocínio se aplica às faixas entre 50-60 anos e 60-70 anos); Id. Maior 70 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA com idade maior que 70 anos; Ativo Total (Ln) = indica o Logaritmo Natural do Ativo Total de cada empresa ao final de cada ano; Rentabilidade = indica, a cada ano, a rentabilidade da empresa em relação ao Ativo Total; Endividamento = proxy para o nível de endividamento das empresas, mensurada pela razão entre Dívidas Brutas e Patrimônio Líquido (empresas com Patrimônio Líquido negativo foram retiradas da amostra); Book to Market = indica a razão entre valor contábil (valor do Patrimônio Líquido ao final de cada ano) e o valor de mercado (valor de Mercado ao final de cada ano) das empresas, por ano; Período de Análise: 2017 a 2021; Número de Empresas = 222.

Conforme apresentado na Figura 1, observou-se aumento na média do número de mulheres no CA, bem como o aumento médio do percentual da participação das mulheres (em relação ao número total de membros do CA). Essa informação pode ser complementada pelo Painel B do Apêndice A, que evidencia o percentual médio da participação de mulheres no CA por setor e por ano.

Figura 1 - Média da Presença de Mulheres no Conselho de Administração das Empresas da Amostra



O Painel A desta Figura apresenta o número médio de mulheres no conselho de administração, enquanto que o Painel B desta Figura evidencia a média do percentual de mulheres no conselho de administração em relação ao total de membros do referido conselho.

Para o teste de hipótese, foi realizada a análise de regressão com dados em painel. Desta forma, três modelos foram estimados (Efeitos Fixos, Efeitos Aleatórios e Dados Empilhados). O painel que apresentou o melhor ajuste, após os testes de Hausman, Chow e Multiplicador Lagrange de Breusch/Pagan, foi o modelo com Efeitos Fixos. Outros trabalhos também já utilizaram metodologia similar para estudos similares (Eluyela et al., 2019; Thompson & Manu, 2021). A variável para percentual de membros do CA com idade menor que 40 anos foi utilizada como base para comparação, considerando as variáveis *dummy* da mesma categoria.

Dentre as variáveis relativas à composição do CA, conforme evidenciado na Tabela 2, apenas a variável para percentual de membros com idade entre 40 e 50 anos apresentou significância estatística no primeiro teste (Modelo 01). Fez-se então uma nova rodada de análise, considerando apenas as variáveis estatisticamente significativas no Modelo 1, sendo os resultados também mostrados na Tabela 2 (Modelo 2). A estatística VIF máxima observada entre as variáveis dos dois modelos foi de 2,03, sugerindo não haver problemas de multicolinearidade. Empresas com maior percentual de membros do CA com idade entre 40 e 50 anos, em média, apresentaram maior nível médio de pagamento de dividendos.

Tabela 3 - Resultado para o teste de hipótese (Variável Dependente: Dividendos Pagos / Ativo Total)

Variáveis	Modelo 01				Modelo 02					
	Coef.	Rob. S.E.	t	P>t	Coef.	Rob. S.E.	t	P>t		
Mulheres no C.A. (Porc.)	0,482	1,402	0,340	0,731						
Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.)	3,141	1,822	1,720	0,086	*	2,523	1,320	1,910	0,057	*
Id. Entre 50 e 60 anos (Porc.)	0,365	1,418	0,260	0,797						
Id. Entre 60 e 70 anos (Porc.)	1,869	1,411	1,320	0,187						
Id. Maior 70 anos (Porc.)	1,441	1,202	1,200	0,232						
Book to Market	-0,673	0,278	-2,420	0,016	**	-0,639	0,273	-2,340	0,020	**
Endividamento	0,016	0,020	0,810	0,417						
Ativo Total (Ln)	-0,887	0,533	-1,660	0,098	*	-0,817	0,492	-1,660	0,098	*
Rentabilidade	0,146	0,033	4,420	0,000	***	0,145	0,032	4,520	0,000	***
Constante	20,298	11,550	1,760	0,080	*	20,152	10,940	1,840	0,067	*
n =	729					729				
R-Quad. Within =	0,1031					0,0982				
Between =	0,0939					0,1082				
Overall =	0,0968					0,1076				
VIF Máximo =	2,03					1,15				

Notas: Variável Dependente = Dividendos Pagos / A.T., representando o valor dos dividendos pagos no período ponderado pelo valor do Ativo Total da empresa ao final do ano; Mulheres no CA (Porc.) = indica o percentual de mulheres que fazem parte do CA em relação ao número total de membros do CA; Id. Menor 40 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade menor que 40 anos; Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade entre 40 e 50 anos (o mesmo raciocínio se aplica às faixas entre 50-60 anos e 60-70 anos); Id. Maior 70 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA com idade maior que 70 anos; Ativo Total (Ln) = indica o Logaritmo Natural do Ativo Total de cada empresa ao final de cada ano; Rentabilidade = indica, a cada ano, a rentabilidade da empresa em relação ao Ativo Total; Endividamento = proxy para o nível de endividamento das empresas, mensurada pela razão entre Dívidas Brutas e Patrimônio Líquido (empresas com Patrimônio Líquido negativo foram retiradas da amostra); Book to Market = indica a razão entre valor contábil (valor do Patrimônio Líquido ao final de cada ano) e o valor de mercado (valor de Mercado ao final de cada ano) das empresas, por ano; Período de Análise: 2017 a 2021; Número de Empresas = 222; Erros-Padrão robustos à heteroscedasticidade; VIF = Estatística para Multicolinearidade (*Variance Inflation Factor*); ***sig. a 1%; **sig. a 5%; * sig. a 10%.

Como análise de robustez, a variável de dividendos pagos ponderada pelo ativo total foi substituída pelo dividendo por ação e os coeficientes dos dois modelos foram estimados novamente. É oportuno observar que a nova variável dependente apresentou alguns casos de *missing values*; desta forma, o número de observações foi reduzido de 729 para 684. Os resultados estão disponíveis na Tabela 4 (coeficientes estimados com base no modelo de Efeitos Fixos). Nesta nova rodada de testes, foi observado que a composição do CA apresenta relação com dividendos, sendo as variáveis que apresentaram destaque o percentual de membros com idade entre 40 e 50 anos, bem como percentual de membros com idade maior que 70 anos (o percentual de membros com idade entre 60 e 70 anos foi marginalmente significativa, conforme resultados na Coluna Modelo 04).

Tabela 4 - Resultado para o teste de hipótese (Variável Dependente: Dividendos por Ação)

Variáveis	Modelo 03				Modelo 04					
	Coef.	Rob. S.E.	t	P>t	Coef.	Rob. S.E.	t	P>t		
Mulheres no C.A. (Porc.)	0,099	0,534	0,180	0,854						
Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.)	1,674	0,921	1,820	0,070	*	1,254	0,684	1,830	0,068	*
Id. Entre 50 e 60 anos (Porc.)	1,014	0,713	1,420	0,157						
Id. Entre 60 e 70 anos (Porc.)	1,654	0,743	2,230	0,027	**	1,048	0,639	1,640	0,102	
Id. Maior 70 anos (Porc.)	1,350	0,575	2,350	0,020	**	0,844	0,452	1,870	0,063	*
Book to Market	-0,275	0,120	-2,290	0,023	**	-0,284	0,122	-2,330	0,021	**
Endividamento	0,004	0,008	0,490	0,622						
Ativo Total (Ln)	0,289	0,183	1,580	0,115						
Rentabilidade	0,051	0,017	3,010	0,003	***	0,053	0,016	3,300	0,001	***
Constante	-6,998	4,019	-1,740	0,083	*	0,201	0,342	0,590	0,557	
n =	684					684				
R-Quad. Within =	0,0995					0,0882				
Between =	0,0129					0,0469				
Overall =	0,0140					0,0596				
VIF Máximo =	2,12					1,44				

Notas: Variável Dependente = Dividendos por Ação; Mulheres no CA (Porc.) = indica o percentual de mulheres que fazem parte do CA em relação ao número total de membros do CA; Id. Menor 40 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade menor que 40 anos; Id. Entre 40 e 50 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA que possuem idade entre 40 e 50 anos (o mesmo raciocínio se aplica às faixas entre 50-60 anos e 60-70 anos); Id. Maior 70 anos (Porc.) = indica o percentual de membros do CA com idade maior que 70 anos; Ativo Total (Ln) = indica o Logaritmo Natural do Ativo Total de cada empresa ao final de cada ano; Rentabilidade = indica, a cada ano, a rentabilidade da empresa em relação ao Ativo Total; Endividamento = proxy para o nível de endividamento das empresas, mensurada pela razão entre Dívidas Brutas e Patrimônio Líquido (empresas com Patrimônio Líquido negativo foram retiradas da amostra); Book to Market = indica a razão entre valor contábil (valor do Patrimônio Líquido ao final de cada ano) e o valor de mercado (valor de Mercado ao final de cada ano) das empresas, por ano; Período de Análise: 2017 a 2021; Número de Empresas = 222; Erros-Padrão robustos à heteroscedasticidade; VIF = Estatística para Multicolinearidade (*Variance Inflation Factor*); ***sig. a 1%; **sig. a 5%; * sig. a 10%.

De maneira geral, os resultados do presente estudo sugerem que a idade dos membros do CA apresenta relação com os dividendos. A variável que apresentou significância estatística nas quatro estimativas (Tabelas 3 e 4) foi o percentual de membros do CA com idade entre 40 e 50 anos.

Desta forma, a hipótese de que a idade dos membros do CA possui efeito positivo na distribuição de dividendos das empresas brasileiras não foi rejeitada para a faixa etária entre 40-50 anos. Considerando que a heterogeneidade dessa variável pode contribuir para decisões da empresa em relação a dividendos (Mirza & Malik, 2019), no caso brasileiro, o presente trabalho identificou que, dentro da faixa etária citada, a composição do CA pode impactar positivamente a distribuição de dividendos da empresa.

Esta pesquisa mostrou resultados similares à estudos internacionais que investigaram essas variáveis (McGuinness, Lam, & Vieito, 2015; Mirza & Malik, 2019; Thompsons & Manu, 2021; Taufik et al., 2022), e também, evidenciou uma relação estatisticamente significativa entre a faixa etária dos membros do CA (40-50 anos) e distribuição de dividendos, em relação as empresas brasileiras analisadas. Considerando resultados de estudos anteriores que respaldam os resultados encontrados, possivelmente a idade dos membros do CA estaria relacionada a experiência gerencial, e possível preferência dos membros no que diz respeito a serem menos avessos ao risco e preferência por distribuir dividendos, tendo em vista sua experiência (Thompsons & Manu, 2021).

Além disso, tendo em vista que a idade dos membros do CA interfere positivamente na política de distribuição de dividendos das empresas (Taufik et al., 2022), possivelmente a heterogeneidade da idade dos membros também interfere nessa relação (Mirza & Malik, 2019), sendo que a organização pode ser beneficiada pela experiência dos membros mais velhos, capacidades executivas de membros de meia-idade, e abertura a novas abordagens e flexibilidade dos membros mais jovens (Mirza & Malik, 2019). Seguindo o racional do trabalho de Mirza e Malik (2019), para o caso brasileiro, possivelmente a capacidade executiva dos membros de meia idade possui algum efeito na política de distribuição de dividendo das empresas.

Por outro lado, a hipótese de que a diversidade de gênero no CA possui efeito estatisticamente significativa na distribuição de dividendos das empresas brasileiras foi rejeitada. Parte da literatura já encontrou resultados semelhantes no contexto internacional (Eluyela et al., 2019; Rose, 2007). Com base nos resultados obtidos, não foi observado efeito significativo da diversidade de gênero do CA na distribuição de dividendos das empresas brasileiras. Uma das razões para esse resultado seria o possível fato do ambiente regulatório em países emergentes se mostrar ineficiente (Saead & Sameer, 2017), de modo mais específico, essa teoria poderia se aplicar ao contexto brasileiro.

Além disso, outros fatores relacionados ao CA podem interferir nessas decisões. Conforme Gyapong et al. (2021), em situações que a concentração de propriedade é elevada o efeito da diversidade de gênero sobre o pagamento de dividendos é menor. Para o Brasil, o estudo de Viana e Crisóstomo (2020) constatou uma elevada concentração de propriedade, principalmente relacionada aos três maiores acionistas das empresas. Desse modo, no caso brasileiro, a própria estrutura do CA (elevada concentração de propriedade) pode interferir no processo decisório e mitigar o efeito da diversidade de gênero no CA em relação à distribuição de dividendos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Estudos sobre Conselhos de Administração diversificados vêm sendo bastante discutidos na literatura. Além disso, explorar os efeitos da composição do CA na política de dividendos mostra-se um assunto de grande relevância para compreensão do seu funcionamento (Taufik et al., 2022). Desta forma, neste estudo foi avaliado como características do Conselho de administração (CA) das empresas de capital aberto no Brasil - presença de mulheres no CA e idade dos membros do CA - se relacionam com a distribuição de dividendos.

As hipóteses foram testadas com base na análise de regressão com dados em painel, considerando uma amostra composta por 222 empresas durante o período de 2017 a 2021. Foram utilizadas duas medidas para a análise dos resultados: os dividendos pagos ponderados pelo ativo total das empresas e, para fins de análise de robustez, os dividendos por ação. De acordo com os resultados obtidos, não foi identificado um efeito estatisticamente significativo no que diz respeito à diversidade de gênero no CA e distribuição de dividendos.

Em relação à idade dos membros do CA, os resultados do presente estudo sugerem que a essa variável apresenta relação com os dividendos, no caso da faixa etária entre 40 e 50 anos. Destaca-se, de maneira complementar, que a ausência de significância estatística para algumas variáveis do CA pode estar relacionada com o próprio fato de que a criação de um CA já representa uma medida alinhada com busca por melhores práticas de governança.

O trabalho contribui para a literatura de Governança Corporativa, especificamente a literatura brasileira no que tange à diversidade de gênero do CA, bem como heterogeneidade de idade dos membros do CA. Além disso, o estudo pode auxiliar, principalmente, investidores focados em dividendos no mercado brasileiro a tomarem decisões mais assertivas, ao destacar uma característica da composição do CA (idade dos membros) com significância estatística.

Os resultados desta pesquisa estão sujeitos a limitações relacionadas às proxies para composição do Conselho de Administração. Tem-se que nem todas as empresas divulgaram a idade de todos os membros componentes do CA e isso pode gerar uma limitação na generalização dos resultados. Entretanto, ressalta-se que mesmo com essa limitação, os resultados possuem implicações práticas, pois a análise foi conduzida com base nos dados publicamente disponíveis a investidores e gestores.

Para pesquisas futuras, sugere-se a utilização de outras variáveis relacionadas ao CA, como quantidade de mulheres independentes no CA / idade dos membros independentes do CA, quantidade de mulheres no cargo de CEO / idade dos CEOs, entre outras, no intuito de se para identificar relações entre atributos do CA e políticas de pagamento de dividendos.

REFERÊNCIAS

- Abdullah, S. N., & Ismail, K. N. I.K. (2017). Gender, ethnic and age diversity of the boards of large Malaysian firms and performance. Abdullah, SN, & Ismail, KNIK (2013). *Gender, Ethnic and Age Diversity of the Boards of Large Malaysian Firms and Performance*. Journal Pengurusan, 38, 27-40. <https://ssrn.com/abstract=2944876>.
- Almeida, T. A., Morais, C. R. F., & Coelho, A. C. (2020). Gender diversity, governance and dividend policy in Brazil. *Revista de Gestão*, 27(2), 189-205. <https://doi.org/10.1108/REGE-03-2019-0041>.
- Bear, S., Rahman, N., & Post, C. (2010). The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. *Journal of Business Ethics*, 97 (2), 207-221. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0505-2>.
- Briano-Turrent, G. D. C., Fassler, K. W., & Puente-Esparza, M. L. (2020). The effect of the board composition on dividends: The case of Brazilian and Chilean family firms. *European Journal of Family Business (EJFB)*, 10(2), 43-60. <https://doi.org/10.24310/ejfbefb.v10i2.10177>.
- Brawn, D. A., & Šević, A. (2018). Firm size matters: Industry sector, firm age and volatility do too in determining which publicly-listed US firms pay a dividend. *International Review of Financial Analysis*, 58, 132-152. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.05.002>.
- Byoun, S., Chang, K., & Kim, Y.S. (2016). Does corporate board diversity affect corporate payout policy? *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 45(1), 48-101. <https://doi.org/10.1111/ajfs.12119>.
- Campbell, K., Minguez Vera, A. (2010). Female board appointments and firm valuation: short and long-term effects. *Journal of Management & Governance* 14, 37-59. <https://doi.org/10.1007/s10997-009-9092-y>.

- Carter, D. A., Simkins, B. J. & Simpson, W. G. (2003). Corporate governance, board diversity and firm value. *Finance review* 8: 33-53. <https://doi.org/10.1111/1540-6288.00034>.
- Carter, M. E., Franco, F., & Gine, M. (2017). Executive gender pays gaps: The roles of female risk aversion and board representation. *Contemporary Accounting Research*, 34(2), 1232–1264. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2503883>.
- Chen, J., Leung, W. S., & Goergen, M. (2016). The Impact of Board Gender Composition on Dividend Payouts. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.001>.
- Dani, A. C., Picolo, J. D., & Klann, R. C. (2019). Gender influence, social responsibility and governance in performance. *RAUSP Management Journal*, 54 (2), 154-177. <https://doi.org/10.1108/RAUSP-07-2018-0041>.
- Eluyela, D. F., Dahunsi, O., Tolase, O. A., Okere, W., Ogabi, M., & Kafidipe, A. (2019). Impact of gender dichotomy on dividend payout policy in listed Nigerian financial services firm. *Cogent Business & Management*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23311975.2019.1687270>.
- Francis, B., Hasan, I., Park, J. C., & Wu, Q. (2015). Gender differences in financial reporting decision-making: Evidence from accounting conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285–1318. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12098>.
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagn, B. (2008). Gender diversity in corporate governance and top management. *Journal of Business Ethics*, 81(1), 83–95. <https://doi.org/10.1007/s10551-007-9482-5>.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301–325. <https://doi.org/10.1086/467037>.
- Fernandez, R. M., & Campero, S. (2017). Gender sorting and the glass ceiling in high-tech firms. *Ilr Review*, 70(1), 73-104. <https://doi.org/10.1177/0019793916668875>.
- Galbreath, J. (2018). Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. *Business & Society*, 57 (5), 863-889. <https://doi.org/10.1177/0007650316647967>.
- Glass, C., & Cook, A. (2016). Leading at the top: Understanding women's challenges above the glass ceiling. *The Leadership Quarterly*, 27(1), 51-63. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2015.09.003>.
- Gyapong, E., Ahmed, A., Ntim, C. G., & Nadeem, M. (2021). Board gender diversity and dividend policy in Australian listed firms: the effect of ownership concentration. *Asia Pacific Journal of Management*, 38(2), 603-643. <https://doi.org/10.1007/s10490-019-09672-2>.
- Hillman, A.J., Cannella, A.A., & Harris, I.C. (2002). Women and racial minorities in the boardroom: How do directors differ ?. *Journal of Management*, 28 (6), 747-763. [https://doi.org/10.1016/S0149-2063\(02\)00192-7](https://doi.org/10.1016/S0149-2063(02)00192-7).
- Huang, J., & Kisgen, D. J. (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics*, 108(3), 822–839. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.12.005>.
- Jalal, G., Alkoni, S., & Nour, A. I. (2022). Impact of Board Characteristics on the Corporate Dividends Payout: Evidence from Palestinian Stock Market. In *International Conference on Business and Technology*, 550-569. Springer, Cham. 10.1007/978-3-031-08954-1_49.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (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).
- Jizi, M.I., & Nehme, R. (2017). Board gender diversity and firms' equity risk, *Equality, Diversity and Inclusion*, 36(7), 590-606. <https://doi.org/10.1108/EDI-02-2017-0044>.
- Karajeh, A. I. (2022). The moderating role of board diversity in the nexus between the quality of financial disclosure and dividends in Jordanian-listed banks. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, (ahead-of-print). <https://doi.org/10.1108/AP-JBA-06-2021-0260>.
- Khlif, H., & Achek, I. (2017). Gender in accounting research: a review. *Managerial Auditing Journal*, 32 (6), 627–655. <https://doi.org/10.1108/MAJ-02-2016-1319>.
- Kirsch, A. (2018). The gender composition of corporate boards: A review and research agenda. *The Leadership Quarterly*, 29(2), 346-364. <https://doi.org/10.1016/j.leaqua.2017.06.001>.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. 2000a. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3–27. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. 2000b. Agency problems and dividend policies around the world. *The Journal of Finance*, 55(1), 1–33. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- Li, J., & Qian, C. 2013. Principal-principal conflicts under weak institutions: A study of corporate takeovers in China. *Strategic Management Journal*, 34(4): 498–508. <https://doi.org/10.1002/smj.2027>.
- Mirza, N. I., & Malik, Q. A. (2019). Effects of corporate governance on dividend decisions with a focus on moderating role of board diversity. *International Transaction Journal of Engineering, Management, & Applied Sciences & Technologies*, 10, 1-17. DOI: 10.14456/ITJEMAST.2019.235.
- McGuinness, P.B., Lam, K.C.K. & Vieito, J.P. (2015). Gender and other major board characteristics in China: Explaining corporate dividend policy and governance. *Asia Pacific Journal of Management*. 32, 989–1038. <https://doi.org/10.1007/s10490-015-9443-y>.
- Mustafa, A., Saeed, A., Awais, M., & Aziz, S. (2020). Board-Gender diversity, family ownership, and dividend announcement: Evidence from Asian emerging economies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(4), 62. <https://doi.org/10.3390/jrfm13040062>.
- Nadeem, M., Suleman, T., & Ahmed, A. (2019). Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship? *International Review of Economics & Finance*, 64, 427-442. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.08.007>.

Post, C., & Byron, K. (2015). Women on boards and firm financial performance: a meta-analysis. *Academy of Management Journal*, 58 (5), 1546-1571. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0319>.

Saeed, A., & Sameer, M. (2017). Impact of board gender diversity on dividend payments: Evidence from some emerging economies. *International Business Review*, 26(6), 1100-1113. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.04.005>.

Tahir, H., Rahman, M., & Masri, R. (2020). Do board traits influence firms' dividend payout policy? Evidence from Malaysia. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(3), 87-99. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no3.87>.

Tahir, H., Masri, R., & Rahman, M. M. (2020). Impact of board attributes on the firm dividend payout policy: evidence from Malaysia. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-03-2020-0091>.

Taufik, M., Jessica J., & Destriana, N. (2022). Can Board Diversity Promote Dividend Policy? Seeking The Role of Profitability. *Journal Bisnis Dan Akuntansi*, 24 (2), 319-36. <https://doi.org/10.34208/jba.v24i2.1623>.

Thompson, E. K., & Manu, S. A. (2021). The impact of board composition on the dividend policy of US firms. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*. <https://doi.org/10.1108/CG-05-2020-0182>.

Viana, D. B. C., & Crisóstomo, V. L. (2020). Implicações da concentração de controle acionário sobre o disclosure socioambiental: evidências empíricas no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 21(4), 906-927. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v21i5.4026>.

APÊNDICE A: NÚMERO DE OBSERVAÇÕES E PORCENTUAL DE MULHERES NO CA POR SETOR E POR ANO

O Painel A deste Apêndice apresenta o número de observações da amostra por setor e por ano, enquanto que o Painel B deste Apêndice evidencia a média do percentual de mulheres no conselho de administração em relação ao total de membros do referido conselho, por setor e por ano.

Setor	Painel A						Painel B					Geral
	2017	2018	2019	2020	2021	Total	2017	2018	2019	2020	2021	
Agro e Pesca	1	1	2	2	3	9	0,000	0,000	0,045	0,042	0,083	0,047
Alimentos e Beb.	6	5	7	8	9	35	0,141	0,219	0,180	0,173	0,143	0,168
Comércio	7	5	14	17	18	61	0,137	0,202	0,106	0,158	0,196	0,159
Construção	8	6	11	15	16	56	0,043	0,000	0,063	0,070	0,082	0,061
Eletroeletrônicos	2	2	2	2	2	10	0,000	0,167	0,292	0,181	0,188	0,165
Energia Elétrica	16	20	27	31	29	123	0,125	0,172	0,149	0,155	0,172	0,156
Finanças e Seg.	2	1	3	3	5	14	0,086	0,250	0,211	0,216	0,155	0,177
Minerais não Met.	2	2	0	1	1	6	0,083	0,071	---	0,200	0,200	0,118
Mineração	0	1	1	1	2	5	---	0,190	0,174	0,071	0,161	0,151
Máquinas Indust.	2	3	2	3	3	13	0,000	0,042	0,063	0,175	0,218	0,110
Outros	19	19	34	43	42	157	0,080	0,147	0,101	0,130	0,133	0,120
Papel e Celulose	0	1	3	3	4	11	---	0,200	0,141	0,131	0,130	0,139
Petróleo e Gas	3	4	4	8	8	27	0,037	0,075	0,111	0,155	0,161	0,125
Química	3	3	3	2	5	16	0,045	0,095	0,048	0,063	0,047	0,058
Siderur e Metalur.	6	4	10	10	10	40	0,183	0,169	0,153	0,161	0,166	0,164
Software e Dados	1	2	3	6	5	17	0,000	0,111	0,095	0,068	0,107	0,086
Telecomunicações	1	2	2	5	4	14	0,000	0,042	0,115	0,285	0,345	0,223
Textil	5	8	12	12	11	48	0,067	0,149	0,144	0,148	0,139	0,137
Transporte Serviç.	5	2	7	10	10	34	0,117	0,045	0,121	0,102	0,168	0,124
Veiculos e Peças	2	5	7	9	10	33	0,133	0,073	0,083	0,129	0,116	0,107
Total / Geral	91	96	154	191	197	729	0,094	0,133	0,122	0,139	0,148	0,132

PROXIES INFORMACIONAIS: APOIO À TOMADA DE DECISÕES EM MICRO E PEQUENAS EMPRESAS

INFORMATIONAL PROXIES: TO SUPPORT DECISION-MAKING IN MICRO AND SMALL ENTERPRISES

O artigo foi aprovado e apresentado no 13º Congresso UFSC de Controladoria e Finanças & 6º UFSC International Accounting Conference & 13º Congresso UFSC de Iniciação Científica em Contabilidade, realizado de 18 a 20 de setembro de 2023, em Florianópolis (SC).

RESUMO

Deficiências na gestão são um desafio comum em micro e pequenas empresas (MPEs) e um dos motivos é a falta de informações gerenciais. Em muitas situações, empresários limitam a contabilidade a cumprimentos legais e pautam suas decisões em intuição, o que pode ser inadequado para fins gerenciais. Como alternativa, MPEs podem empregar *proxies* informacionais baseadas em controles gerenciais formais ou informais, no entanto, pouco se sabe sobre a utilização e a suficiência dessas abordagens. Assim, este estudo objetiva compreender, a partir da perspectiva de empresários, como MPEs localizadas em Florianópolis (SC) empregam *proxies* informacionais no apoio à tomada de decisões. Os dados foram coletados por meio de entrevistas e submetidos à análise de conteúdo. Os resultados revelam que, no planejamento e controle financeiro, predominam *proxies* referentes a aumento do número de clientes e vendas, evolução de despesas e receitas, entradas e saídas de caixa. A avaliação de desempenho é informal e limitada à opinião de clientes. Os empresários utilizam *proxies* informacionais para auxiliar nas decisões, embora de forma parcial e não substituta à contabilidade. Este estudo contribui ao avançar no conhecimento sobre *proxies* informacionais, que podem ser uma alternativa para empresas que não dispõem de conhecimentos gerenciais, e enfatiza a necessidade de gestão em MPEs, visto que *proxies* informacionais podem levar a uma visão gerencial limitada.

Palavras-Chave: *Proxies* Informacionais. Micro e Pequenas Empresas. Informação Gerencial.

ABSTRACT

Management deficiencies are a common challenge for micro and small enterprises (MSEs), occurring due to, among other things, a lack of management information. Many entrepreneurs restrict their accounting practices to legal compliance and rely on intuition for decision-making, which can be inadequate. While some MSEs use formal or informal management controls as informational proxies, little is known about the effectiveness of these methods. This study aims to understand how MSEs in Florianópolis, SC, use informational proxies to support decision-making from the perspective of entrepreneurs. Data were collected through interviews and examined using content analysis. The results suggest that entrepreneurs' financial planning and control predominantly rely on proxies such as the increase in customers and sales, the evolution of expenses and revenues, and cash inflows and outflows. Performance assessment is informal and based on customer opinions. Additionally, entrepreneurs use informational proxies to support decision-making, although they do not substitute accounting practices. This study contributes to understanding informational proxies, highlighting their potential as an alternative for businesses lacking managerial expertise. However, it also emphasizes the need for robust management practices in MSEs, as reliance on informational proxies can lead to a limited managerial perspective.

Keywords: Informational Proxies. Micro and Small Enterprises. Management Information.

Thallya Aparecida dos Santos Gonçalves

Bacharela em Ciências Contábeis pela UFSC. Contadora e pesquisadora, tem interesse nos temas: contabilidade gerencial, startups e planejamento. E-mail: thallyasantosgoncalves@gmail.com. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/1143977332501882>. ORCID iD: <https://orcid.org/0009-0003-7173-5354>.

Amanda Manes Koch

Doutoranda em Contabilidade pela UFSC. Contadora, professora e pesquisadora, com interesse nos temas: contabilidade gerencial, custos para tomada de decisões, custos logísticos, gestão em cadeias de suprimentos e relacionamentos interorganizacionais. E-mail: maneskoch@gmail.com. ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-9101-6782>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3820608595734422>

Valdirene Gasparetto

Professora Titular da UFSC. Atua no Departamento de Contabilidade, na graduação, no PPGC e no PPGCG. Tem interesse nos temas: contabilidade gerencial, custos para tomada de decisões e relacionamentos interorganizacionais. E-mail: valdirene.gasporetto@ufsc.br. ORCID iD: <https://orcid.org/0000-0002-2825-4067>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9876735629466934>

1 INTRODUÇÃO

O ambiente competitivo dinâmico demanda das empresas o uso de instrumentos de planejamento e controle para a tomada de decisões (Daciê et al., 2016; Leite, 2004; Ma et al., 2022; Santos et al., 2016). Conforme Santos et al. (2016, p. 155), “um dos principais objetivos da informação contábil é contribuir para a tomada de decisão” e esse parece ser um dos principais desafios das micro e pequenas empresas (MPes), que enfrentam altas taxas de mortalidade, especialmente nos primeiros anos de atuação (IBGE, 2022).

Kassai (1997) já afirmava que uma das principais dificuldades na contabilidade de empresas de pequeno porte é compreender aspectos financeiros do negócio. Mais recentemente, diversos estudos apontam a falta de informações contábeis e a inadequação de práticas gerenciais (Daciê et al., 2016; Feil & Haberkamp, 2021; Feuser et al., 2016; Lufti et al., 2022; Ma et al., 2022). Para Santos et al. (2016, p. 157), MPes “têm como característica a quase total ausência de instrumentos gerenciais, baseando a tomada de decisão na experiência, intuição e improvisação dos gestores”. Bui et al. (2020) evidenciam que essa dificuldade se deve à falta de recursos ou entendimento a respeito da utilidade da contabilidade gerencial. Costa et al. (2019) complementam citando falta de conhecimento, de tempo do tomador de decisão e de recursos financeiros.

As MPes tendem a terceirizar serviços contábeis para cumprimento de aspectos legais (Araújo et al., 2018; Leite, 2004; Lufti et al., 2022). No entanto, os relatórios financeiros preparados pelo contador comumente são o mero cumprimento de obrigações legais ao invés de suprir o empreendedor com informações para a tomada de decisões (Kassai, 1997). Os escritórios contábeis também encontram dificuldades para fornecer serviços gerenciais, visto que requerem uma imersão no ambiente individual de cada empresa (Santos et al., 2016). Dessa forma, a contabilidade em MPes é voltada à prestação de contas, e menos atenção é direcionada a aspectos estratégicos (Mihaylova & Papazov, 2022) e gerenciais.

Nesse contexto, em que há ausência ou poucas informações contábeis disponíveis, outras informações devem subsidiar a tomada de decisões (Frezatti et al., 2014). Em substituição à ausência da contabilidade e práticas gerenciais, surgem abordagens como intuição, lógica, improvisações (Kassai, 1997; Santos et al., 2016). Contudo, a tomada de decisões fundamentada em opinião (Ma et al., 2022) nem sempre é suficiente e confiável e pode resultar em decisões inadequadas (Frezatti et al., 2014).

Como alternativa, Frezatti et al. (2015) investigam o uso de *proxies* informacionais como apoio à tomada de decisão, as quais consistem em representações ou estimativas de outras informações contábeis relevantes. As empresas podem necessitar de informações contábeis ágeis e simplificadas (Frezatti et al., 2014) e isso é verificado com maior intensidade em MPes, que apresentam acúmulo de funções (Daciê et al., 2016; Mihaylova & Papazov, 2022; Ribeiro et al., 2021; Santos et al., 2016). Dessa forma, o uso de *proxies* informacionais pode ser uma alternativa à contabilidade formal e contribuir para a gestão e desempenho de MPes, em oposição a decisões baseadas unicamente em intuição (Daciê et al., 2016; Fonseca et al., 2020; Gonçalves & Leal, 2015; Santos et al., 2016).

A literatura evidencia deficiências na gestão em MPes (Daciê et al., 2016; Santos et al., 2016) e as relacionam à mortalidade dessas empresas (Daciê et al., 2016; Feuser et al. 2016; Lufti et al., 2022; Ma et al., 2022). No entanto, carece de estudos que investiguem os subsídios que são considerados nas decisões nesse contexto. A ênfase das pesquisas está nas grandes empresas (Fonseca et al., 2020) e há uma compreensão limitada sobre a aplicabilidade da contabilidade gerencial em MPes (Lufti et al., 2022; Ma et al., 2022). A partir desse contexto, este estudo objetiva compreender como MPes empregam *proxies* informacionais como apoio à tomada de decisões, a partir de entrevistas realizadas com representantes de MPes localizadas em Florianópolis (SC).

Esta investigação aborda controle gerencial sob a forma de instrumentos formais e informais, a partir da pesquisa dos parâmetros de gestão denominados *proxies* (Feuser et al. 2016; Frezatti et al., 2014), o que contribui para avançar no conhecimento sobre “contabilidade sem contabilidade” (Frezatti et al., 2014). Na perspectiva prática, enfatiza a necessidade de gestão em MPes e apresenta *proxies* informacionais como alternativa para empresas que ainda não dispõem de conhecimentos gerenciais, manterem-se no mercado. As MPes possuem relevância no desenvolvimento econômico e social do Brasil, contribuindo para a distribuição de renda (Madi & Gonçalves, 2012), absorção de mão de obra e geração de produto interno bruto (PIB) (Feuser et al., 2016), além de serem vitais para o crescimento econômico de países subdesenvolvidos e em desenvolvimento, assim como são auxiliares na redução da pobreza (Feil & Haberkamp, 2021).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Contabilidade Gerencial

A atividade empresarial requer informações mensuráveis, internamente consistentes e realisticamente alcançáveis, fornecidas a partir de sistemas de medição e monitoramento contínuo (Mihaylova & Papazov, 2022; Moreira et al., 2013), e a contabilidade gerencial atende esse propósito a partir de um conjunto de informações e de ações que têm por objetivo sustentar as operações e direcioná-las aos objetivos da organização (Feuser et al., 2016; Ruiz & Collazzo, 2020). Contabilidade gerencial é a linguagem dos negócios (Frezatti et al., 2015), que contribui para a gestão e a tomada de decisões (Csikósová et al., 2022).

A contabilidade gerencial envolve parceria na tomada de decisões gerenciais, na elaboração do planejamento e dos sistemas de gestão de desempenho, e no provimento de competências relacionadas aos relatórios financeiros e de

controle, para auxiliar a gestão na formulação e implementação da estratégia (IMA, 2008), e abrange diversas atividades, como identificar, mensurar, analisar, interpretar e comunicar informações financeiras e não financeiras aos gestores (Espejo et al., 2009; Feil & Haberkamp, 2021; Feuser et al., 2016).

As práticas frequentemente utilizadas no âmbito da contabilidade gerencial situam-se nas dimensões de estratégia, orçamento, gestão de custos, de operações, de investimentos, de riscos e avaliação de desempenho (Qiu et al., 2023). Comumente são empregados (i) planejamento estratégico e planejamento financeiro e controle, que abrangem instrumentos de tradução da estratégia num plano de ação para as empresas orientarem a sua operação, coordenarem os recursos organizacionais e alcançarem a estratégia; (ii) avaliação de desempenho a partir de instrumentos como o *Balanced Scorecard* (BSC), que traduz a estratégia em objetivos e medidas e reflete o equilíbrio entre objetivos de curto e longo prazo, a partir de medidas financeiras e não-financeiras, e considera o ambiente interno e externo da organização (Kaplan & Norton, 1997); (iii) gestão de custos, que permite avaliar e controlar os gastos para produção de um bem ou serviço (Gonçalves & Leal, 2015); e (iv) sistemas de controle gerencial (SCG), os quais envolvem mecanismos que possibilitam estabelecer objetivos estratégicos e metas que assegurem o desempenho da organização, a partir da manutenção de atividades, acompanhamento de processos e aplicação de medidas corretivas (Cavalcanti & Lourenço, 2014; Ribeiro et al., 2021).

Essas e outras práticas de contabilidade gerencial são amplamente empregadas pelas organizações para guiá-las nos seus esforços em alcançar as metas e atingir os objetivos, porém, no âmbito de MPEs, devido à estrutura e às características dessas organizações, muitas práticas amplamente adotadas em organizações de maior porte podem se mostrar inadequadas ou precisarem de ajustes, respeitando as particularidades de cada contexto.

2.1 Contabilidade Gerencial em MPEs

No Brasil, as empresas que obtêm receita anual igual ou inferior a R\$360 mil por ano-calendário enquadram-se como microempresas, e aquelas que têm receita anual entre R\$360 mil e R\$4,8 milhões enquadram-se como pequenas empresas (Brasil, 2006). Micro e pequenas empresas (MPEs) comumente se limitam a poucas práticas gerenciais (Araújo et al., 2018; Santos et al., 2016), mas também necessitam de gestão (Cavalcanti & Lourenço, 2014) para se manterem e crescerem no mercado (Feil & Haberkamp, 2021; Ma et al., 2022).

Características comuns a essas organizações são decisões centralizadas no proprietário, diversas funções desempenhadas por apenas uma pessoa, decisões tomadas em um curto espaço de tempo (Feil & Haberkamp, 2021; Feuser et al., 2016; Santos et al., 2016), falta de conhecimento sobre contabilidade gerencial (Araújo et al., 2018; Daciê et al., 2016; Lufti et al., 2022; Moreira et al., 2013), dificuldade em identificar e revelar as causas de problemas durante o processo, o que aumenta a probabilidade de que retornem aos gestores na forma de um problema que já surgiu (Csikósová et al., 2022), e falta do emprego de práticas gerenciais adequadas, visto que aquelas usadas por grandes empresas geralmente são complexas e/ou caras (Ma et al., 2022; Teerasoponpong & Sopadang, 2022). Como consequência, podem surgir interpretações precárias das informações disponíveis (Frezatti et al., 2015), e decisões pautadas em intuição e experiência (Daciê et al., 2016; Santos et al., 2016).

Organizações são influenciadas por normas, valores e regras que são amplamente aceitos em suas comunidades, e conforme a dimensão de isomorfismo normativo da Teoria Institucional, essas organizações sofrem pressão por mudanças e adoção de técnicas atualizadas e eficazes, e para que sejam alcançados padrões de profissionalismo pela comunidade profissional (Daft, 2008). Sob essa ótica, a falta de uso de informações contábeis em MPEs pode ser resultado da ausência de uma cultura institucional que valorize a contabilidade como uma prática importante nessas organizações (Sousa et al., 2022).

No entanto, segundo Frezatti et al. (2014), a necessidade de informação não é satisfeita até que sejam evocadas *proxies* informacionais, pois conforme Ribeiro et al. (2021), a partir das *proxies* informacionais são geradas informações alinhadas aos anseios das organizações e relevantes ao processo de tomada de decisões. Quando a organização não utiliza demonstrações ou relatórios emitidos pela contabilidade gerencial para a tomada de decisões, pode utilizar argumentos, justificativas baseadas em pressupostos da contabilidade gerencial de forma informal, por meio de *proxies* informacionais (Frezatti et al., 2015). Assim, um recurso viável para MPES são as informações gerenciais citadas por Frezatti et al. (2014), Fonseca et al. (2020), Daciê et al. (2016) e Feuser et al. (2016), que simplificam o processo e contribuem para a tomada de decisões.

Ribeiro et al. (2021) identificaram que *proxies* derivam, em grande parte, de artefatos formais, como planejamento estratégico, *benchmarking*, orçamento empresarial, *balanced scorecard* e avaliação de desempenho. *Proxies* informacionais apresentaram um comportamento de instrumentos auxiliares aos empreendedores e gestores na construção dos discursos organizacionais.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Realizou-se um estudo descritivo, com abordagem qualitativa, a partir de entrevistas semiestruturadas com proprietários de MPEs de Florianópolis, no estado brasileiro de Santa Catarina, para captar entendimentos sobre o fenômeno a ser investigado. As entrevistas foram orientadas por um roteiro formado por perguntas abertas baseadas no objetivo

do estudo (Creswell, 2014). Entrevistas semiestruturadas são frequentemente empregadas com o objetivo de identificar sentimentos, pensamentos, opiniões, crenças, valores, percepções e atitudes do entrevistado em relação a um ou mais fenômenos (Guazi, 2021).

Empregou-se procedimento de amostragem intencional, devido ao acesso às empresas. Os gestores de MPEs foram contatados por meio de ligações telefônicas e, após o manifesto de interesse em participar da pesquisa, enviou-se o termo de consentimento livre e esclarecido relativo à participação voluntária e à confidencialidade dos dados. As entrevistas foram realizadas de forma *online* por meio da plataforma *Google Meet*, gravadas com autorização prévia dos entrevistados, e posteriormente transcritas. Dados sobre as entrevistas constam na Tabela 1.

Tabela 1 – Dados sobre as entrevistas

Entrevistado	Gênero	Data	Forma de realização da entrevista	Duração	Nº de Páginas
E1	Masculino	01/05/2023	Online via <i>Google Meet</i>	00:38:52	7
E2	Masculino	02/05/2023	Online via <i>Google Meet</i>	00:37:43	8
E3	Masculino	03/05/2023	Online via <i>Google Meet</i>	00:40:27	7
E4	Masculino	05/05/2023	Online via <i>Google Meet</i>	00:38:34	8
Total				02:35:36	30

Fonte: Elaborado pelas autoras (2023)

As entrevistas ocorreram entre 1 e 5 de maio de 2023 e geraram 2 horas e 35 minutos de áudio gravado e 30 páginas de transcrição, via extensão de software chamada Tactiq®.

As categorias de análise, adaptadas de Ribeiro et al. (2021) e Ruiz e Collazzo (2020), referem-se a planejamento estratégico, planejamento e controle financeiro e avaliação de desempenho. As categorias representam áreas-chave em MPEs, onde as decisões empresariais são frequentemente tomadas e onde a informação é necessária para orientar essas decisões. As questões do roteiro de entrevista são relacionadas às categorias de análise definidas para o estudo e podem ser observadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Categorias de análise

Categorias de análise	Conceito	Codificação <i>ex-ante</i> das proxies desta categoria	Referências
Planejamento estratégico	Função gerencial que determina objetivos da organização. Define estratégias e táticas necessárias para alcançar esses objetivos e toma decisões sobre alocação de recursos para implementar estratégias (Cohen, 2017).	<ul style="list-style-type: none"> - Missão, visão e valores - Planos de ação e investimentos - Análise de cenário interno e externo 	Frezatti et al. (2014), Daciê et al. (2016), Fonseca et al. (2020), Ribeiro et al. (2021), Cohen (2017).
Planejamento e controle financeiro	Processo que determina a forma como os recursos financeiros da empresa serão obtidos e utilizados ao longo do tempo, com o objetivo de maximizar o valor da empresa. Envolve monitoramento dos resultados obtidos em relação aos planos estabelecidos, permitindo a identificação de desvios e ações corretivas (Gitman, 2004).	<ul style="list-style-type: none"> - Controle de gastos (custos e despesas) e receitas - Projeção de gastos e receitas 	Frezatti et al. (2014), Daciê et al. (2016), Fonseca et al. (2020), Ribeiro et al. 2021, Gitman (2010).
Avaliação de desempenho	Processo de medir o progresso em relação aos objetivos e metas estabelecidos. Baseia-se em uma ampla gama de indicadores, financeiros e não financeiros, como satisfação do cliente, qualidade do produto, desenvolvimento de funcionários e resultados financeiros (Kaplan & Norton, 1997).	<ul style="list-style-type: none"> - Processos - Pessoas - Clientes - Finanças 	Frezatti et al. (2014), Daciê et al. (2016), Fonseca et al. (2020), Ribeiro et al. (2021), Kaplan e Norton (1997).

Fonte: Elaborado pelas autoras (2023).

A análise dos dados seguiu as etapas da análise de conteúdo de Bardin (2011), que abrangem: (i) pré-análise, que se refere a organização e leitura do material; (ii) exploração do material, a partir da categorização e codificação dos dados de registro e contexto; e (iii) tratamento dos resultados, referente à captação de conteúdos manifestos e latentes por meio de inferência e interpretação.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Características dos Casos Estudados

Os empresários participantes da pesquisa são quatro proprietários de MPes de diferentes áreas de atuação. Cada entrevistado apresenta diferentes níveis de experiência acadêmica, profissional e motivações para empreender, e são denominados no estudo como E1, E2, E3 e E4. O detalhamento das características das empresas pesquisadas é apresentado na Tabela 3.

Tabela 3 – Características das MPes objeto da pesquisa

Entrevistado	Gênero	Formação acadêmica	Segmento/ Área de Atuação	Estágio do Negócio	Equipe	Faturamento Anual (R\$)
E1	Masculino	Engenharia Mecânica	Industrialização de erva mate e <i>ecommerce</i>	No mercado há mais de 5 anos	Até 10 colaboradores	1.200.000
E2	Masculino	Administração de Empresas	Tecnologia de informação	No mercado há mais de 9 anos	Até 8 colaboradores	3.600.000
E3	Masculino	Publicidade e Propaganda	Publicidade e propaganda	No mercado há mais de 2 anos	Até 4 colaboradores	250.000
E4	Masculino	Administração de Empresas	Serviços financeiros terceirizados	No mercado há mais de 4 anos	Até 9 colaboradores	300.000

Fonte: Elaborado pelas autoras (2023).

Conforme a Tabela 3, todos os entrevistados possuem ensino superior completo, sendo dois na área de Administração. São empresas que estão em média há 5 anos no mercado, empregam em torno de 8 pessoas, duas são microempresas e as outras duas são pequenas empresas, de acordo com o faturamento anual. Entende-se que o tempo de atuação das empresas no mercado é adequado para a realização do estudo, visto que já se passaram os anos iniciais do ciclo de vida, críticos, em que muitas MPes encerram as atividades. Tanto a formação dos gestores (ensino superior) quanto o tempo de atuação das empresas pesquisadas (todas com mais de 2 anos) podem indicar maior probabilidade do uso de abordagens gerenciais no apoio à tomada de decisão.

4.2 Proxies Associadas a Planejamento Estratégico

Inicialmente, analisou-se como as MPes planejam seu futuro, como desenvolvem planos de ação para alcançar seus objetivos e como tais decisões consideram informações contábeis. Segundo o E1, a empresa definiu visão e valores no início das suas atividades: “Desde o começo nós fizemos esse processo, quase que anualmente. [...] Depois, quando a gente expandiu para [...] o mercado de fabricação própria e [...] anexou a indústria, confesso que ainda não temos definido missão, visão e valores da empresa”. Consoante o relato, observa-se que o planejamento estratégico, em termos de definição de missão, visão e valores, não está alinhado às mudanças recentes no modelo de negócio da empresa. Infere-se que mudanças constantes devido a incertezas e falta de clareza sobre mercado, público-alvo ou modelo de negócio podem dificultar a definição de missão, visão e valores, já que precisam se adaptar às mudanças e ajustar sua direção estratégica com frequência.

O entrevistado E2 afirma que na sua empresa de início não tiveram preocupação com planejamento estratégico, por inexperiência em gestão e por não compreenderem sua relevância: “no começo, não definimos [missão, visão, valores] de uma maneira estruturada. [...] Não tínhamos essa experiência e achávamos que não era relevante naquele momento”. Finaliza refletindo: “não tínhamos noção do que queremos como missão, como valores, e isso não foi formalizado em documentos e repassado”. É possível compreender, com base nesse relato, que a falta de compreensão sobre gestão e os benefícios do planejamento estratégico, assim como o acúmulo de responsabilidades, pode motivar a falta de planejamento estratégico (formal, especialmente) em pequenas empresas. Nesses empreendimentos, o planejamento estratégico informal, e não compartilhado entre colaboradores, pode não ser suficiente para levar a decisões consistentes, alinhadas aos objetivos de longo prazo e incentivar a criação de uma cultura corporativa.

Segundo o E3, foi percebido a necessidade de buscar uma assessoria contábil, devido à falta de conhecimentos de gestão, o que corrobora as afirmativas do E2, em relação à ausência de compreensão de gestão. O entrevistado E4 cita o uso de mecanismos alternativos ao planejamento formal, como o PTM (Propósito Transformador Massivo) e a construção de um DNA, que é a imagem corporativa que gera referência sobre a estratégia do negócio, tanto para clientes quanto para colaboradores. Cita: “criamos nosso PTM, que a gente poderia entender como uma missão ou uma visão, e uma frase do DNA que se conecta com tudo isso”. Observa-se que os principais objetivos dessa etapa do planejamento estratégico são atendidos, pelo menos em parte, com os mecanismos alternativos citados, que buscam definir identidade, direção e propósito da organização.

Os rumos das empresas pesquisadas são decididos de maneira informal e com o uso de mecanismos alternativos ao planejamento estratégico formal, ora baseados em abordagens gerenciais, como citam o E2 e o E1, ora em intuição, como evidenciado pelo E3, e na utilização de mecanismos alternativos de planejamento, identificado na fala de E4, e que corrobora os achados de Ribeiro et al. (2021).

Ao investigar os mecanismos de análise das empresas entrevistadas em relação às perspectivas de expansão e investimento, forças e fraquezas e a forma como se operacionalizam as ações para atingimento dos objetivos, nota-se planejamento pouco formalizado e em desenvolvimento. O E4 afirma que “tem um esboço sem muitos dados, daquilo que a gente quer passar. Isso ainda está num desenho, isso ainda não está consolidado”. Também é evidente que os entrevistados E1 e E3 fazem uso da ferramenta SWOT (*Strengths, Weaknesses, Opportunities e Threats*) para determinar um plano de ação frente a seus objetivos, bem como o monitoramento do ambiente externo e interno. O E1 cita que seu planejamento é executado sem indicadores e mais subjetivo no longo prazo, definido por ele como 5 anos, e à medida que seus objetivos se aproximam do curto prazo, objetivos anuais e trimestrais passam a incluir indicadores numéricos para acompanhamento, possibilitando que seus colaboradores saibam o que deve ser feito para atingir os objetivos. O E3 afirma que a base de dados utilizada para identificação de oportunidades foram os *feedbacks* de clientes. Seu planejamento tem metas de curto, médio e longo prazo, e a decisão final é centralizada no gestor principal.

Um exemplo de oportunidade identificada foi relatado pelo E1. Segundo o entrevistado, a empresa identificou uma lacuna no mercado ao observar os dados provenientes do *e-commerce*, referente às intenções de consumo de seus clientes, e dados de pesquisas de mercado fornecidos por uma agência de *branding*. Conclui que, embora as decisões sejam fundamentadas nessas análises, continuam “sendo uma aposta”.

O E2 diz que utiliza das próprias percepções sobre os seus clientes para acompanhar o desenvolvimento das estratégias informais criadas, reavalia seu planejamento a cada trimestre, mas de modo informal, citando que “ao observar uma oportunidade de negócio, busca-se dados sobre e depois é definido” e que não tem uma estrutura formal como nas grandes empresas “porque enrijece, se você não tem pessoas e tempo para fazer tudo isso”. Ainda é observada nas afirmativas do E2 a presença de reuniões diárias, onde os tomadores de decisão apresentam seus *insights* sobre o desenvolvimento das operações do negócio, e informalmente discorrem sobre os avanços frente ao cenário interno e externo. O E2 reafirma a agilidade na tomada de decisões em uma MPE, bem como aponta que ao utilizar da intuição, pode-se incorrer em erros, e essas evidências alinham-se aos achados de Frezatti et al. (2014), Santos et al. (2016), Daciê et al. (2016) e Ribeiro et al. (2021). A partir das afirmativas, observa-se a presença da análise do cenário externo mensurado através de *feedbacks* fornecidos pelos clientes e percepções dos gestores. Nas falas do E4 não foi identificado o uso de uma análise específica.

Observa-se que as percepções e informações informais estão presentes no dia a dia das MPEs pesquisadas, pausando as decisões dos gestores e direcionando os caminhos da organização, corroborando os resultados de Araújo et al. (2018), Daciê et al. (2016), Frezatti et al. (2016) e Santos et al. (2016). Novamente, o acúmulo de tarefas pode explicar os esforços limitados e a informalidade do planejamento estratégico, como evidenciado pelo E2.

4.3 Proxies Associadas a Planejamento e Controle Financeiro

De acordo com Gitman (2010), as atividades de finanças e contabilidade estão conectadas, e nas empresas de pequeno porte o administrador financeiro executa diversas atividades de gestão, além de focalizar sua atenção nos fluxos de caixa, observando as entradas e saídas.

Perguntado sobre o controle de gastos na empresa, o E1 afirma que controla menos do que gostaria, e faz isso acompanhando os relatórios contábeis elaborados pelo seu contador, que é externo à empresa, bem como faz uso de uma planilha de análise de caixa. O E4 corrobora ao indicar que faz uma análise de caixa em formato de Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) gerencial, que é adaptada de acordo com suas necessidades informacionais, e que está aperfeiçoando o modelo. O E2, assim como os demais, utiliza uma planilha para analisar suas receitas e despesas previamente orçadas, pois segundo o entrevistado, as despesas da [nome da empresa] “são constantes, não mudam muito”. O E3 faz análises de orçamento nos projetos que executa, e assim como E2, afirma que sabe quanto deve faturar para que possa cobrir os gastos.

Todos os entrevistados afirmaram que fazem a separação dos gastos empresariais e pessoais, bem como os seus sócios, como pode ser notado na fala de E4, que afirma: “se quero ter um custo pessoal que seja pago pela empresa, primeiramente, não é a orientação e provavelmente vai ser barrado, mas caso fosse atendido seria lançado como antecipação dos lucros”.

Referente às projeções de receitas e gastos para períodos futuros, os entrevistados afirmam que assim como controlam os gastos do presente e do passado, também fazem planejamento, através de planilhas, referente aos gastos e receitas futuros. O E4 apresenta que sua empresa vem trabalhando para aperfeiçoar o modelo utilizado, para obter uma projeção dinâmica.

Ao abordar a relação dos entrevistados com a contabilidade, em especial sobre o fornecimento e utilização dos demonstrativos financeiros, os entrevistados E3 e E1 afirmam que estudaram a fim de obter o conhecimento contábil para conseguirem interpretar os demonstrativos financeiros. O E3 menciona ter buscado assessoria contábil, e por isso tem obtido mais conhecimento em relação à gestão do negócio. O E1 ressalta que ajuda seu contador nas classificações de despesas, que acompanha o Balanço Patrimonial, bem como a DRE, para analisar o desempenho da empresa, em termos de lucros, impostos e passivos, e apresenta a importância da contabilidade ao negócio, dizendo que a contabilidade dá clareza sobre o momento em que a empresa está, e que “precisa entender [sobre contabilidade] para desenhar uma solução financeira para o negócio”, o que está alinhado aos resultados de Gonçalves e Leal (2015), Moreira et al. (2013) e Ma et al. (2022), que indicam que o uso da contabilidade garante o fornecimento de informações de qualidade para subsídio à tomada de decisões em MPEs.

Em contraponto, o E4 informa que utiliza apenas suas planilhas e análises para gestão e que não utiliza os demonstrativos contábeis devido a “diferenças financeiras gerenciais com as terminologias contábeis/fiscais”, e cita que os demonstrativos elaborados pela contabilidade apenas atendem questões legais, o que corrobora a visão de Marriott e Marriott (2000), Araújo et al. (2018), Kassai (1997), Lufti et al. (2022) e Santos et al. (2016), que apresentam que nas pequenas empresas a regularização e organização contábil são utilizadas para mero cumprimento de aspectos legais. Para o E2, a Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC) “é vida”, pois apresenta o fluxo de caixa, que se faz importante no dia a dia da empresa, porém ele se utiliza da DFC produzida por ele, e afirma que a DFC que ele elabora representa todos os dados da organização. Todos os entrevistados concordaram que os demonstrativos contábeis produzidos pela contabilidade representam, efetivamente, todas as despesas e receitas ocorridas, o que confirma os achados de Mihaylova e Papazov (2022) e Kassai (1997).

No geral, utilizam informações contábeis disponíveis em demonstrações próprias ou elaboradas pelo escritório contábil, principalmente em relação à evolução de receitas e despesas, e entradas e saídas de caixa. Observa-se que as informações contábeis são utilizadas para controlar e analisar a saúde financeira do negócio e, ainda que limitadas, sinalizam o desempenho das empresas.

4.4 Proxies Associadas a Avaliação de Desempenho

Buscou-se compreender como as MPEs pesquisadas mensuram seu desempenho. A partir de Kaplan e Norton (1997), buscou-se compreender se há indicadores de desempenho de pessoas (aprendizado e crescimento), processos, clientes e finanças, a fim de averiguar se a implementação e execução da estratégia estão contribuindo para a conquista dos objetivos da organização.

De uma forma geral, os entrevistados afirmam que estão satisfeitos com o desempenho de suas empresas. O E1 ratifica a importância do conhecimento contábil para avaliar o desempenho da estratégia utilizada. O E4 argumenta que não há uma forma única de se mensurar e analisar o desempenho da empresa e que usa diversos indicadores. Afirma que “tem de forma especificada para cada área, porque não existe uma forma de avaliar pessoas da mesma forma que eu analiso um fechamento financeiro”.

De modo mais específico, foi perguntado como é avaliado o desempenho de clientes, e os quatro entrevistados citaram mensurar a satisfação do cliente via *feedbacks* recebidos, seja pelo envio de um formulário após a prestação do serviço, seja pela conferência de comentários nos *websites*, via *google analytics* ou pela mensuração subjetiva de informações de acordo com as comunicações em grupos de *whatsapp* e canais de atendimento. A dificuldade encontrada na fala do E1, é de que “se o cliente não respondeu o formulário não temos outro indicador”, ou seja, eles não conseguem mensurar caso o cliente não forneça o *feedback* de forma ativa.

Ao avaliar o desempenho de processos, o E3 afirma que segue um padrão em todas as entregas, mas esse padrão é informal e não tem um mapeamento documentado, apenas são seguidos procedimentos definidos e pertencentes ao entendimento do coletivo. O E1 afirma não analisar processos, o E2 apresenta que o *feedback* do processo advém das reclamações de clientes e o E4 acompanha o processo através da definição de SLAs (*Service Level Agreements*), e cita que “algumas informações subjetivas também formam a base dessa análise”. Comenta que não possuem métricas suficientes, e manifesta que na sua empresa as métricas de clientes e de processos estão conectadas, uma vez que a satisfação ou não satisfação dos clientes reflete a qualidade dos serviços prestados, o que está associado ao desempenho de processos.

Quanto ao desempenho financeiro, há monitoramento do caixa através do fluxo de entradas e saídas, onde se compara o que foi executado e os objetivos pretendidos. Do mesmo modo, os quatro entrevistados avaliam o crescimento da empresa a partir do número de vendas e do crescimento de receita. O E4 menciona: “[...] analisamos através das métricas de crescimento, principalmente, a maior e mais reconhecida, a receita. Acredito que a maior resposta se a empresa cresceu ou não é se o faturamento cresceu ou não, ou se o número de clientes cresceu”. O E2 corrobora os comentários dos demais entrevistados: “[...] para avaliar se a empresa está crescendo, criamos estatísticas sobre aumento da base de clientes e faturamento”.

Na perspectiva de pessoal está o processo de influenciar o comportamento dos colaboradores e o meio para que sejam atingidos os objetivos da empresa. Referente à satisfação dos funcionários, os entrevistados declaram que possuem proximidade de seus colaboradores e, com isso, as medidas de clima são feitas subjetivamente, bem como a avaliação de desempenho, pois acompanham com certa proximidade. Os entrevistados E4 e E1 não possuem programas de recompensas em suas empresas, já os entrevistados E2 e E3 citam distribuição de lucros após atingir determinado lucro em caixa. Sobre capacitação, o E1 menciona que não realiza e nem disponibiliza capacitação, o E4 mantém constante qualificação e acompanhamento através de reuniões gerais e reuniões individuais, o E2 disponibiliza acesso a cursos, porém afirma que está mais em busca do desempenho geral do que de certificações, e os colaboradores do E3 buscam conhecimento informal, por desconhecer a existência de cursos formais na área em que atuam.

Nesse contexto, todos os empresários apresentaram indicadores de avaliação, especialmente informais, para medir o desempenho da organização, consoante os resultados apresentados por Frezatti et al. (2014), Daciê et al. (2016), Fonseca et al. (2020) e Ribeiro et al. (2021). As empresas dificilmente estabelecem objetivos alinhados a metas, o que está em consonância com a dificuldade de elaboração do planejamento estratégico, mas analisam o crescimento e o desempenho com informações alternativas, como evolução do faturamento e satisfação dos clientes por meio de *feedbacks*, o que acaba sinalizando deficiências relacionadas a processos internos. No entanto, ainda que essas informações sejam úteis para melhorar a satisfação dos clientes, podem não ser suficientes para reduzir custos, desperdícios e incentivar a melhoria contínua de forma proativa, o que contribuiria para o desempenho geral das empresas.

4.5 Discussão de Resultados

Pesquisas anteriores sobre uma “contabilidade sem contabilidade” evidenciam situações nas quais os controles formais são substituídos por mecanismos alternativos para atingir os objetivos da organização (Daciê et al., 2016; Frezatti et al., 2014; Fonseca et al., 2020; Ribeiro et al., 2021). Isso se observa no controle da evolução de clientes e vendas, de gastos e receitas, entradas e saídas de caixa, ainda que de forma menos estruturada, detalhada e talvez menos assertiva.

Ao observar a análise de desempenho, percebe-se o uso de informações alternativas, já que os entrevistados não estabelecem objetivos e metas. Analisam de forma mais informal o desempenho. Percebe-se a utilização de controles informais e as decisões não são tomadas apenas por percepções, corroborando a afirmação de Frezatti et al. (2014), de que as *proxies* informacionais são evocadas para suprir a necessidade de informação, e evitar que seja utilizada apenas a intuição como guia da organização.

Verifica-se que os empresários buscam formas de prover a necessidade de informação adaptando os aparatos disponíveis, pois possuem um acúmulo de funções, recursos limitados e urgência de agilidade. Devido à centralização, as características e a visão do empreendedor repercutem para a realidade e com isso as *proxies* informacionais ganham espaço para basearem a estratégia e os indicadores de desempenho, conforme observa-se em Fonseca et al. (2020) e Frezatti et al. (2016). Em pequenas empresas, a adaptabilidade resulta em ganho de desempenho e possibilita alcançar vantagens competitivas.

Corroborando os achados de Armitage et al. (2016) e Lufti et al. (2022), observa-se que os proprietários priorizam informações sobre faturamento e gestão de caixa (saldo de caixa em conta bancária, ciclo de conversão de caixa, fluxo de caixa operacional), como base para a tomada de decisões.

Percebe-se a separação, por parte do empreendedor, das finanças pessoais, utilização de demonstrações contábeis ou a adaptação dos demonstrativos, avaliação de desempenho informal dos colaboradores, definição de prazos e metas como indicador de qualidade dos processos, observação da satisfação do cliente através de avaliações personalizadas e métricas subjetivas. MPEs normalmente não possuem informações fornecidas pela contabilidade gerencial como as grandes empresas por diversos fatores, como o custo elevado com pessoal qualificado e o pouco entendimento de como a organização pode utilizar e ser beneficiada efetivamente pelo uso da contabilidade gerencial, conforme verificado no trabalho de Teerasoponpong e Sopadang (2022). Ainda assim, buscam usar *proxies* informacionais como alternativa ao uso de contabilidade gerencial tradicional, o que contribui para que a gestão de MPEs não seja baseada unicamente em percepções e intuições. Conforme foi observado nas falas dos entrevistados, buscam empregar informações que geram valor e apoiam o processo decisório.

A partir das informações disponibilizadas pelos participantes da pesquisa, elaborou-se uma nuvem de palavras com o auxílio do software AtlasTI® para verificar a frequência com que os conceitos são apresentados, e observa-se os achados na Figura 1.

Figura 1 – Nuvem de palavras a partir da pesquisa



Fonte: Elaborado pelas autoras (2024).

Com base na Figura 1, observa-se uma nuvem com mais de 40 palavras, onde conceitos como planejamento, pessoas, finanças e melhoria são mais recorrentes. Ao observar as relações com as categorias de análise, identifica-se o planejamento estratégico (Indicador, Objetivos, Planejamento, Missão, Visão), o planejamento e controle financeiro (Orçamento, Prejuízo, Despesa, Custo, Faturamento, Financeiro) e a avaliação de desempenho (Gente, Qualidade, Informação, Desempenhar, Satisfação, Avaliação). Algumas palavras que surgiram na nuvem remetem a decisões centralizadas no proprietário, como dono, administrador, controlar, centralizar; a importância dos clientes e funcionários, como gente, satisfação, cliente, funcionário, colaborador; e a ênfase dada a *proxies* informacionais, como faturamento, caixa, custo, despesa, prazo, prejuízo, financeiro e vender.

Os resultados deste estudo podem ser explicados, em parte, pelos pressupostos da Teoria Institucional. Sob a influência do isomorfismo normativo, MPEs podem perceber práticas comuns em seu ambiente institucional como padrões aceitáveis ou “normais”. Se a maioria das outras empresas opera com práticas de gestão limitadas ou deficientes, isso pode criar uma expectativa de que isso seja adequado ou suficiente. Portanto, as MPEs podem seguir essas práticas por padrão, sem perceber a necessidade ou vantagem de buscar informações adicionais, ou aprimorar suas capacidades de gestão.

Isso também pode levar à inércia institucional, que ocorre quando as organizações continuam a operar da mesma forma porque é isso que sempre foi feito. Nesse contexto, as MPEs podem se acomodar à falta de informações ou deficiências de gestão simplesmente porque é o que elas estão acostumadas a fazer. Pode haver resistência à mudança, especialmente se isso for percebido como desviante do que é considerado “normal” pelo ambiente institucional. Soma-se a isso a falta de recursos. O próprio tamanho de uma empresa (pequena) pode ser percebido como legítimo ou esperado dentro do ambiente institucional.

5 CONCLUSÃO E RECOMENDAÇÕES

Os resultados do estudo mostram a utilização de *proxies* informacionais para a tomada de decisões, e se observou que as MPEs pesquisadas adaptam instrumentos para uso em seu modelo de estratégia, corroborando os achados da literatura. Infere-se que a utilização de *proxies* informacionais dialoga com características das MPEs, bem como de seus empresários, indicada pela busca por informações ágeis e simplificadas, o dinamismo e centralização da gestão, a carência de recursos disponíveis para aplicar em estruturas e artefatos mais sofisticados, assim como a criação de argumentos baseados em informações geradas informalmente, consoante os achados de Fonseca et al. (2020) e Frezatti et al. (2014). Nesse cenário, a “contabilidade sem contabilidade” se faz presente, e possibilita à gestão desenvolver estratégias com certa qualidade e que possibilitam sobrevivência e crescimento das organizações.

Este estudo contribuiu para a literatura contábil ao corroborar os achados de Frezatti et al. (2014), Daciê et al. (2016), Fonseca et al. (2020) e Ribeiro et al. (2021), ao evidenciar o uso de *proxies* informacionais e a importância para o desen-

volvimento e sobrevivência das MPES. O estudo também possui implicações práticas, pois demonstra aos gestores a possibilidade de se utilizar de uma “contabilidade sem contabilidade”, em alternativa à percepção e intuição. Deve-se observar, conforme afirma Frezatti et al. (2014), que *proxies* informacionais possuem instabilidades, e que com o passar do tempo, manter essa estratégia se torna arriscado para o discurso estratégico, bem como mantém a centralização no sócio que toma as decisões. Desta forma, este trabalho não possui evidências suficientes para afirmar que uma empresa consegue se manter no mercado utilizando apenas *proxies* informacionais para a tomada de decisões.

Pequenas empresas podem sentir pressão para conformar-se às práticas de gestão predominantes em seu ambiente institucional. Se a cultura local não valoriza fortemente a gestão eficaz ou se há uma tradição de fazer as coisas de certa maneira, as empresas podem seguir esses padrões sem questionar ou investir em práticas de gestão mais eficientes. Além disso, pequenas empresas muitas vezes enfrentam restrições de recursos, o que pode limitar sua capacidade de investir em práticas de gestão eficazes. Podem priorizar a alocação de recursos para atividades que são mais visíveis externamente ou que têm retorno imediato, deixando a gestão em segundo plano. Percebe-se, para pesquisas futuras, a necessidade de observar como ocorre a utilização de *proxies* informacionais à luz da Teoria Institucional.

Este trabalho limita-se às percepções de quatro proprietários de MPES, não permitindo que as conclusões sejam generalizadas. A partir das limitações deste estudo recomenda-se observar, em pesquisas quantitativas e longitudinais, como a utilização de *proxies* informacionais reflete na gestão e no desempenho de MPES. Dessa forma, poderá se obter mais evidências no contexto empresarial geral de MPES.

REFERÊNCIAS

- Araújo, J. G., Silva, L. V. B., & Silva, M. E. P. C. (2018). Pequenas empresas e as práticas gerenciais: contribuições a partir da observação das revistas brasileiras. *Estudios gerenciales*, 457–468. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2018.149.2752>.
- Armitage, H. M., Webb, A., & Glynn, J. (2016). The use of management accounting techniques by small and medium-sized enterprises: a field study of Canadian and Australian practice. *Accounting Perspectives*, 15 (1), 31–69. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12089>.
- Brasil. Presidência da República. *Lei Complementar n. 103, de (2006, dez 13). Diário Oficial da União*.
- Bui, N., Le, O. T. T., & Nguyen, P. T. T. (2020). Management accounting practices among Vietnamese small and medium enterprises. *Asian economic and financial review*, 10 (1), 94–115. <https://doi.org/10.18488/journal.aefr.2020.101.94.115>.
- Cavalcanti, K. A., & Lourenço, R. L. (2015). Micro e pequenas empresas como agentes de desenvolvimento local: controle, contabilidade e redes de contato. *Anais do Enic*, (6).
- Cohen, W. A. C. (2017). *Peter Drucker: Melhores práticas: Como aplicar os métodos de gestão do maior consultor de todos os tempos para alavancar os resultados do seu negócio. (Vol. 3). Autêntica, f. 149, p. 297*.
- Costa, M. L. R., Giani, E. G. S., & Galdamez, E. V. C. (2019). Visão do Balanced Scorecard nas micro, pequenas e médias empresas. *Sistemas & Gestão*, 14 (1), 131–141. <https://doi.org/10.20985/1980-5160.2019.v14n1.1505>.
- Creswell, J. W. (2013). *Investigação Qualitativa e Projeto de Pesquisa: Escolhendo entre Cinco Abordagens*.
- Csikósová, A., Čulková, K., & Janošková, M. (2022). Controlling tools use in business processes management. *TEM Journal*, 356-366. <https://doi.org/10.18421/tem111-45>.
- Daciê, F. D. P., & Espejo, M. M. D. S. B. Os Semelhantes se Diferem? Características determinantes do uso de controles gerenciais em empresas que compartilham o mesmo ambiente institucional. *Congresso Anpcont*, n. 10. 2016.
- Daft, R. L. (2008). *Organizações: teoria e projetos. Cengage Learning*.
- Espejo, M. M. S. B., Costa, F., Cruz, A. P. C., & Almeida, L. B. (2009). Uma análise crítico-reflexiva da compreensão da adoção dos artefatos de contabilidade gerencial sob uma lente alternativa - a contribuição de abordagens organizacionais. *Revista de contabilidade e organizações*, 3(5). <https://doi.org/10.11606/rco.v3i5.34730>
- Feil, A. A., & Haberkamp, A. M. (2021). Análise do nível de importância e das variáveis intervenientes na utilização de ferramentas gerenciais em micro e pequenas empresas. *Revista da Micro e Pequena Empresa*, 120–133. <https://doi.org/10.48099/1982-2537/2020v14n3p120133>
- Feuser, H. D. O. L., Daciê, F. D. P., & Espejo, M. M. D. S. B. (2016). O Uso de Proxies de Controle Gerencial em Micro e Pequenas Empresas Gerenciadas por Mulheres. *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, n. 16.
- Frezatti, F., Carter, D. B., & Barroso, M. F. G. (2014). Accounting without accounting: informational proxies and the construction of organisational discourses. *Accounting Auditing & Accountability*, 27(3), 426–464. <https://doi.org/10.1108/aaaj-01-2012-00927>
- Frezatti, F., Barroso, M. F. G., & Carter, D. B. (2015). Discursos Internos se Sustentam sem Suporte da Contabilidade Gerencial? Um Estudo de Caso no Setor de Autopeças. *Organizações & Sociedade*, 22(75), 485–504. <https://doi.org/10.1590/1984-9230751>
- Fonseca, R.F. M. S., Espejo, M. M. S. B., & Queiroz, F. A. (2020). O efeito mediador das proxies de controle gerencial na relação características do empreendedor e desempenho organizacional. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 14(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i3.2677>
- Gitman, L. J. (2010). *Princípios de administração financeira*, f. 373, p. 745.
- Gonçalves, A. F. F., Leal, E. A. Utilização da gestão de custos em micro e pequenas empresas: um estudo com empresas do programa Empreender. *Congresso UFU de Contabilidade*, n. 1. 2015.

- Guazi, T. S. (2021). Diretrizes para o uso de entrevistas semiestruturadas em investigações científicas. *Revista Educação, Pesquisa e Inclusão*, 2. <https://doi.org/10.18227/2675-3294repi.v2i0.7131>
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2022). *As micro e pequenas empresas comerciais e de serviços no Brasil*, f. 50, p. 100.
- IMA (2008). Definition of management accounting. Statements on management accounting. *The Association of Accountants and Financial Professionals in Business*.
- Kaplan, R. S., Norton, D. P. (1997). A estratégia em ação: balanced scorecard. (Vol. 1). *Gulf Professional Publishing*, f. 185, p. 370.
- Kassai, S. In: FIPECAFI. (1997). *Caderno de Estudos* (15 ed.). São Paulo. (Vol. 9), pp. 60-74.
- Leite, D. C. (2004). *Investigação Sobre a Medição de Desempenho em Pequenas Empresas Hoteleiras do Nordeste Brasileiro*. Dissertação, Universidade Federal da Paraíba. João Pessoa, p. 114 (Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-graduação em Ciências Contábeis).
- Ma, L., Chen, X., Zhou, J., & Aldieri, L. (2022). Strategic management accounting in small and medium-sized enterprises in emerging countries and markets: A case study from China. *Economies*, 10(4), 74. <https://doi.org/10.3390/economies10040074>
- Madi, M. A. C., & Gonçalves, J. R. B. (2012). *Produtividade, financiamento e trabalho: aspectos da dinâmica das micro e pequenas empresas (MPES) no Brasil. Micro e Pequenas Empresas: mercado de trabalho e implicação para o desenvolvimento*, Rio de Janeiro.
- Marriott, N., & Marriott, P. (2000). Professional accountants and the development of a management accounting service for the small firm: barriers and possibilities. *Management Accounting Research*, 11(4), 475–492. <https://doi.org/10.1006/mare.2000.0142>
- Mihaylova, L., & Papazov, E. (2022). Strategic management accounting in Bulgarian manufacturing SMEs. *Management Journal of Contemporary Management Issues*, 27(1), 309–321. <https://doi.org/10.30924/mjcmi.27.1.17>
- Moreira, R. D. L., Encarnação, L. V., Bispo, O. N. de A., Colauto, R. D., & Angotti, M. (2013). A importância da informação contábil no processo de tomada de decisão nas micro e pequenas empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(19). <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2013v10n19p119>
- Pelz, M. (2019). Can management accounting be helpful for young and small companies? Systematic review of a paradox. *International Journal of Management Reviews*, 21(2), 256–274. <https://doi.org/10.1111/ijmr.12197>
- Qiu, F., Hu, N., Liang, P., & Dow, K. (2023). Measuring management accounting practices using textual analysis. *Management Accounting Research*, 58. <https://doi.org/10.1016/j.mar.2022.100818>
- Ribeiro, A. C., Espejo, M. M. D. S. B., & Vendramin, E. D. O. A. (2021). Adoção de Proxies Informacionais em Alternativa à Ausência de Mecanismos Formais de Controle Gerencial em Startups. *USP International Conference in Accounting*. Anais [...], p. 1,21.
- Ruiz, T. N., & Collazzo, P. (2020). A utilização da contabilidade gerencial nas micro e pequenas empresas. *Pesquisa qualitativa em contabilidade e administração*. 18(1).
- Santos, V., Dorow, D. R., & Beuren, I. M. (2016). *Práticas Gerenciais de Micro e Pequenas Empresas*. *Revista Ambiente Contábil*. (Vol. 8), n. 1.
- Sousa, H. A., Klein, L., & Voese, S. B. (2022). O impacto das pressões institucionais na adoção e manutenção do e-commerce em micro e pequenas empresas (MPES) brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(2), p.366-382. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i2.4174>
- Teerasoponpong, S., & Sopadang, A. (2022). Decision support system for adaptive sourcing and inventory management in small- and medium-sized enterprises. *Robotics and Computer-Integrated Manufacturing*, 73(102226), 102226. <https://doi.org/10.1016/j.rcim.2021.102222>

QUALIDADE DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL NA PANDEMIA: A COMPARABILIDADE DOS RELATÓRIOS FINANCEIROS DAS COMPANHIAS DE SAÚDE

QUALITY OF ACCOUNTING INFORMATION DURING THE PANDEMIC: COMPARABILITY OF FINANCIAL REPORTS IN HEALTHCARE COMPANIES

RESUMO

O estudo teve como principal objetivo investigar o impacto do período da pandemia na qualidade da informação contábil e como isso afetou a comparabilidade dos relatórios financeiros dentro do setor de saúde. O período de análise abrangeu os anos de 2019 a 2021. A mensuração da comparabilidade foi realizada utilizando o modelo denominado “similaridade da função contábil”, que foi desenvolvido por De Franco, Kothari e Verdi (2011). Os resultados demonstram que, nos anos de 2020 e 2021, a comparabilidade dos relatórios financeiros no setor de saúde foi inferior em comparação a 2019. Essa descoberta demonstra o impacto negativo causado pela pandemia na qualidade e uniformidade das informações contábeis fornecidas pelas empresas do setor de saúde. No entanto, é notável que, apesar do início da vacinação e da gradual retomada das atividades econômicas em 2021 e 2022, não foi observada uma melhora na comparabilidade em relação a 2020. Isso sugere que os desafios relacionados à apresentação de informações financeiras coerentes e comparáveis persistem, mesmo com a mitigação dos efeitos da pandemia. Uma vez que afetam não apenas as empresas do setor de saúde, mas também investidores, reguladores e outras partes interessadas que dependem de relatórios financeiros precisos e comparáveis para tomar decisões bem balizadas, os resultados comprovam a redução da qualidade das demonstrações financeiras. Portanto, esse estudo destaca a necessidade de um aprimoramento contínuo dos processos contábeis e de divulgação de informações dentro desse setor, a fim de garantir maior transparência e confiabilidade nos relatórios financeiros.

Palavras-chave: Relatórios financeiros; comparabilidade; período pandêmico; setor de saúde.

ABSTRACT

The study had as its main objective to investigate the impact of the pandemic period on the quality of accounting information and how it affected the comparability of financial reports within the healthcare sector. The analysis period covered the years from 2019 to 2022. The measurement of comparability was conducted using the model called “similarity of the accounting function,” which was developed by De Franco, Kothari, and Verdi (2011). The results demonstrate that in the years 2020 and 2021, the comparability of financial reports in the healthcare sector was lower compared to 2019. This finding demonstrates the negative impact caused by the pandemic on the quality and consistency of accounting information provided by healthcare companies. However, it is noteworthy that despite the onset of vaccination and the gradual resumption of economic activities in 2021 and 2022, there was no improvement in comparability compared to 2020. This suggests that challenges related to the presentation of coherent and comparable financial information persist, even with the mitigation of the pandemic’s effects. Since these findings impact not only healthcare companies but also investors, regulators, and other stakeholders who rely on accurate and comparable financial reports to make informed decisions, the results demonstrate a decline in the quality of financial statements. Therefore, this study underscores the need for continuous improvement of accounting and information disclosure processes within this sector to ensure greater transparency and reliability in financial reports.

Keywords: Financial reports; comparability; pandemic period; healthcare sector.

Rafael de Lacerda Moreira

Doutor em Administração pela Fundação Getúlio Vargas (FGV); Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG); e Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV). Professor Adjunto da Universidade Federal do Espírito Santo (UFES). E-mail: rafael.l.moreira@ufes.br. ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-9963-0114>, Lattes: <http://lattes.cnpq.br/4935080818009353>

Délio Santana Ressureição

Graduado em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo. Atua em escritório de Contabilidade como Assistente Contábil. E-mail: delio.santana255@gmail.com. ORCID: <https://orcid.org/0009-0004-3671-9583>. Lattes: <https://lattes.cnpq.br/4230238355694941>

1 INTRODUÇÃO

Com o advento da pandemia do novo coronavírus, milhões de vidas foram perdidas ao redor do mundo. Segundo Mathieu et al. (2023), o Brasil é o segundo país com maior número de óbitos ocasionados pela doença e o terceiro se compararmos com o tamanho da população. As consequências também atingiram a economia, pois as autoridades de diversos países tomaram medidas restritivas com o objetivo de conter a propagação da doença. Dados do World Bank (2023) mostram que em 2020 a atividade econômica contraiu-se em 90% dos países, a economia mundial encolheu-se em cerca de 3% e a pobreza global aumentou pela primeira vez em uma geração.

Souza & Silva (2021) afirmam que a pandemia gerou incertezas do futuro com relação à operação das entidades, uma vez que muitos setores ficaram inativos por causa do *lockdown* e outros ficaram sobrecarregados, como por exemplo, a saúde. Estudos sobre o impacto da pandemia da Covid-19 sugerem que a reação de mercado é influenciada por fatores comportamentais como medo e não familiaridade; onde o risco e a incerteza ativam reações substanciais no preço das ações (Gormsen & Kojien, 2020; Ramelli & Wagner, 2020).

Além do trágico aspecto da saúde, os acontecimentos que ocorreram após a propagação mundial da COVID-19 constituem um exemplo real de como a incerteza pode afetar gravemente a economia global. Uma elevada incerteza da política econômica está associada a efeitos adversos sobre as famílias, as empresas e os próprios governos, que tendem a atrasar muitas decisões financeiras sob elevada incerteza, o que leva a um consumo mais baixo, a menos emissões de dívida, a menos investimentos e a um desemprego mais elevado (Al-Thaqeb, Algharabali & Alabdulghafour, 2022).

Durante o período da pandemia, o setor de saúde foi impactado por diversos fatores. A pandemia sobrecarregou os sistemas de saúde, aumentando a demanda por serviços médicos, equipamentos de proteção individual, medicamentos, infraestrutura e pessoal, o que eleva os custos operacionais das instituições de saúde (Noronha et al., 2020). Ademais, muitos procedimentos eletivos foram cancelados ou adiados, para priorização do atendimento aos casos de COVID (Truche et al., 2021), o que resultou em perdas de receitas para hospitais e clínicas. A cadeia de suprimentos globais foi afetada pela pandemia, gerando redução de disponibilidade e aumento de preços (Martins, 2022). Outros setores também sofreram impactos econômicos com a pandemia, mas o de saúde foi aquele que lidou diretamente com as consequências da doença, sobretudo em seus aspectos operacionais.

Em suma, a incerteza econômica, a lida operacional direta com a doença e a divulgação dos resultados financeiros no período passam a ser, conseqüentemente, fatores de análise da contabilidade.

A comparabilidade contábil de uma firma com outras companhias diminui à medida que empresas manipulam seus resultados a partir dos *accruals* (Sohn, 2016; Chen & Gong, 2019; Ahmed, Neel & Safdar, 2019). Souza, Ribeiro, Vicente & Carmo (2020) demonstram que a suavização intencional de resultados prejudica a comparabilidade. Os motivadores para a manipulação contábil e as consequências para a comparabilidade contábil estão intimamente ligados ao ambiente econômico. Em períodos de grandes oscilações econômicas, os gestores podem aumentar ou diminuir o comportamento oportunístico, elevando o nível de *accruals* discricionários na fase de contração e reduzindo na recuperação econômica (Paulo & Mota, 2019).

Considerando que a pandemia gerou incertezas à economia, o objetivo do estudo foi responder o seguinte problema de pesquisa: **De que forma o período pandêmico impactou a qualidade da informação contábil em relação a comparabilidade dos relatórios financeiros do setor de saúde?** Nesse sentido, o estudo se justifica pelo efeito atípico causado pela pandemia na operação das empresas, refletido nos relatórios financeiros e sua implicação na comparabilidade da informação contábil transmitidas aos usuários por estes relatórios.

A comparabilidade é dependente dos eventos econômicos e como as companhias os tratam em números nos relatórios financeiros (De Franco, Kothari & Verdi, 2011). Os autores elaboraram uma métrica baseada em função das características econômicas e de lucros das empresas, e para que duas empresas tenham demonstrações contábeis comparáveis, é preciso que elas tenham sistemas contábeis semelhantes diante de um conjunto de eventos econômicos.

De acordo com o CPC 00 (R2), emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) (2019), os relatórios financeiros devem conter as informações necessárias para que o usuário entenda os fenômenos apresentados de forma completa, neutra e sem erros. Todavia, para Gordon & Gallery (2012) e Zeff (2007), a comparabilidade não é trivial para a compreensão, pois é um conceito abstrato e não é possível ser observado de forma direta, o que dificulta identificar quando dois itens são comparáveis ou não. Os referidos autores desenvolveram uma estrutura de comparabilidade que se evidencia em quatro tipos: superficial, profunda, não convergente e intrínseca. Nesse sentido, afirma-se que para diferentes estruturas institucionais e regulatórias existem obstáculos para propor uma comparabilidade global, o que resulta na prática do modelo superficial.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Teoria da comunicação aplicada ao sistema contábil

Em seus estudos, Shannon & Weaver (1964) deram início ao desenvolvimento da Teoria da Comunicação com uma abordagem matemática para solucionar necessidades de transmissão de sinais na área de telecomunicações. Este modelo de comunicação possui três perspectivas: técnica, semântica e pragmática. A técnica está relacionada ao processo de transmissão dos sinais, a semântica à precisão com que os símbolos podem transmitir a mensagem desejada e a pragmática à eficiência resultante dos sinais recebidos.

Além disso, o modelo desenvolvido por Shannon & Weaver (1964) é formado pelos seguintes elementos: emissor, mensagem, código, canal e receptor. O emissor é o responsável por codificar a mensagem e torná-la compreensível ao seu destinatário. A mensagem é o mecanismo que faz a união entre o emissor e o receptor, que consiste no conteúdo que está sendo veiculado. O código é entendido como o sistema de símbolos que permite que a mensagem seja inteligível e recíproca entre os usuários. O canal é a maneira utilizada para transportar a mensagem. Por fim, há o receptor, que é o destinatário da mensagem.

Não negligenciando os demais usos, a comunicação contábil é primariamente estudada como a transmissão de mensagens acerca de finanças, gestão e governança corporativa para a audiência externa, devido ao seu papel de informar investidores e credores que não conhecem a informação interna (Merkl-Davies & Brennam, 2017).

Em relação à aplicação da Teoria da Comunicação, concebe-se que a comunicação é um elemento fundamental para que a Contabilidade atinja seus objetivos e, portanto, a qualidade da informação contábil é essencial para o cumprimento do objetivo de comunicar (Dias Filho & Nakagawa, 2001). A Contabilidade é um processo de comunicação que se desenvolve em duas etapas: a observação e a produção. A observação consiste no recebimento de informações sobre os eventos econômicos da entidade, interpretação dessas informações e seleção daquela que deverá ser comunicada. No que se refere à produção, consiste em codificação da informação e sua transmissão ao usuário (Bedford e Baladouni, 1962).

Dessa forma, quando há o aperfeiçoamento da qualidade da informação contábil por meio da comunicação, infere-se que elementos da comunicação funcionam em concordância entre eles os relatórios financeiros, o que determina informações mais úteis transmitidas aos usuários. A comparabilidade é diretamente impactada, pois ela é uma característica da qualidade da informação contábil, e dessa forma há a tendência de seu aperfeiçoamento conjuntamente. Em suma, quando há o melhoramento da qualidade da informação contábil pela comunicação, a comparabilidade será favorável a este resultado.

2.2 Comparabilidade da Informação Contábil

A comparabilidade é uma característica qualitativa da informação contábil, que possibilita que os usuários compreendam e identifiquem semelhanças e distinções entre itens (CPC, 2019). Nesse sentido, Wang (2014) destaca que a comparabilidade é uma característica importante para informações contábeis mais úteis na tomada de decisão.

Além disso, Barth (2013) também afirma que a comparabilidade é uma característica basilar, que contribui na tomada de decisão de investidores, credores e outros usuários. A comparabilidade é um conceito mais abrangente do que apenas a comparação de valores, pois a informação contábil útil tem valor confirmatório e preditivo, propiciando, por exemplo, conhecer as tendências de mercados e a capacidade de prever a movimentação de investimentos.

Por vezes, a uniformidade é confundida com o conceito de comparabilidade, pois a comparabilidade faz com que itens semelhantes pareçam semelhantes. Da mesma forma, o reflexo da substância econômica é entendido como a comparabilidade em que itens sejam comparáveis, ao passo que a uniformidade pode afetar a comparabilidade, fazendo com que itens distintos pareçam iguais (Barth, 2013; Tarca, 2020).

De Franco, Khotari e Verdi (2011) argumentaram que a comparabilidade é maior para empresas com atributos de lucros parecidos, como a qualidade de acumulação, a previsibilidade a suavidade, e se suas perdas são relatadas. Ademais, a comparabilidade está ligada de forma positiva à previsão dos analistas e de forma negativa à sua dispersão dessa previsão.

Em seus estudos, Yip e Young (2012) avaliaram se a adoção do *International Financial Reporting Standard* (IFRS) melhoraram a comparabilidade da informação contábil na União Europeia. Nos seus resultados, encontraram evidências de que não somente a adoção obrigatória do IFRS é o suficiente para alcançar o aperfeiçoamento integral da comparabilidade, mas também a contabilidade de informações de maior qualidade.

Barth (2013) apresenta razões para alcançar comparabilidade, entre elas, auxiliar credores e investidores a alocar seus capitais. Dessa maneira, possibilita-se reduzir o custo de oportunidade de investimentos. O autor também relata que, para a comparabilidade ser alcançada, é necessário ser aplicado um conjunto comum de padrões, sobretudo, no que se refere a requisitos de mensuração.

A comparabilidade dos relatórios financeiros se manteve estável ao longo do período de transição regulatória para o IFRS no Brasil. Em seus estudos, Ribeiro et al. (2016) afirmam que não houve perda significativa da comparabilidade. Pelo contrário, em 2012 houve um aumento significativo com a adoção do *full-IFRS*. Nesse sentido há evidências de que, após o período de transição de um padrão vinculado à contabilidade para um padrão vinculado à transparência, houve melhoras no nível de qualidade da informação contábil.

2.3 Impacto da pandemia no setor de saúde

Momentos de crise trazem circunstâncias desfavoráveis para economia das empresas, porém o setor de saúde se destacou mesmo em momento de turbulência, tanto na economia quanto nos investimentos. Segundo Diniz (2021), algumas companhias desse setor alcançaram captações bilionárias, incrementaram valor aos investidores e aumentaram sua relevância nos mercados.

Apesar disso, o ano de 2021 não foi positivo em seu todo para as empresas de saúde listadas na bolsa brasileira. Se por um lado as empresas contaram com o impulso da pandemia e movimentaram por volta de 18 bilhões em fusões e aquisições, por outro elas sofreram com a concentração do setor (Velleda, 2021).

Souza, Ribeiro e Vicente (2021) apontam que crises econômicas mostraram uma associação negativa com a comparabilidade das informações financeiras. O que também foi observado por Paulo & Mota (2019) em relação ao gerenciamento de resultados em períodos de crises, quando gestores utilizam os *accruals* discricionários para gerenciar lucros.

Dessa forma, dada a grande movimentação de investimentos e expansão dentro dessas companhias, indaga-se se houve impacto na qualidade da informação contábil divulgada no que se refere à comparabilidade dos relatórios financeiros. As hipóteses aqui levantadas partem do pressuposto de que a pandemia da COVID-19 impactou negativamente a comparabilidade dos relatórios financeiros.

Diante desse cenário formularam-se as seguintes hipóteses:

H1: A comparabilidade dos relatórios financeiros é menor em 2020 do que em 2019.

H2: A comparabilidade dos relatórios financeiros é menor em 2021 do que em 2019.

Com o início da vacinação e a volta gradual das atividades econômicas, em 2021, as operações das empresas começaram a se normalizar devido ao controle da disseminação do vírus e à redução de óbitos. Nesse sentido, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H3: A comparabilidade dos relatórios financeiros é maior em 2021 do que em 2020.

H4: A comparabilidade dos relatórios financeiros é maior em 2022 do que em 2020.

3. METODOLOGIA

A comparabilidade foi calculada por meio do modelo de De Franco, Kothari e Verdi (2011), com a utilização do lucro e retorno de mercado das ações ordinárias das empresas e testes de regressão. Nesse sentido, também foram utilizados métodos estatísticos descritivos, como teste de qui-quadrado (χ^2) e teste de t para análise das hipóteses elaboradas no estudo.

3.1 Coleta de dados e seleção da amostra

Os dados foram coletados por meio das bases de dados Comdinheiro® para obtenção do ROA e do preço de negociação das ações. O período de análise abarcou os anos de 2019 a 2022. Entretanto, considerando a metodologia de cálculo da comparabilidade explicada no tópico 3.2, foi necessário coletar dados desde o primeiro trimestre de 2017, até o último trimestre de 2022.

Haja vista a constatação de *outliers* na amostra coletada a partir da análise de influência (DFbeta), estimamos os dados de três formas: i) com ROA e Retorno *winsorizados* ao nível de 1% em cada extremidade; ii) com ROA e Retorno *winsorizados* ao nível de 5% em cada extremidade, e iii) sem qualquer tratamento. Como os resultados nos três cenários não apresentaram diferenças discrepantes, preferiu-se mostrar somente os resultados com 1% de aparagem em cada extremidade.

Considerando a defasagem de publicação da informação e seu respectivo impacto informacional no mercado, considerou-se a data de 31 de maio, para o preço referência do primeiro trimestre; 31 de agosto, para o segundo trimestre; 30 de novembro para o terceiro trimestre, e 31 de março para o quarto trimestre. Quando a data caía em final de semana, adotou-se o primeiro dia útil subsequente. A amostra composta por 10 companhias foi coletada entre as 15 empresas do setor de saúde listadas na B3 com dados disponíveis para consulta. Por falta de dados não foram analisadas as empresas Hapvida, Mater Dei, Kora Saúde, Oncoclínicas e Rede D'or.

3.2 Mensuração da comparabilidade

O modelo intitulado Similaridade da Função Contábil, desenvolvido por De Franco, Kothari e Verdi (2011), tem o seu princípio no argumento de que os resultados demonstrados pela contabilidade são uma representação de eventos econômicos em que uma entidade está exposta. Nesse sentido, o modelo é baseado nos *outputs* das companhias nos relatórios financeiros em função dos eventos econômicos. As adaptações empregadas por Ribeiro (2014) foram adotadas tendo em vista o contexto brasileiro. Assim, os autores expressam isso conforme a Equação 1.

$$\text{Relatórios Financeiros}_i = f_i(\text{Eventos econômicos}) \quad (1)$$

Primeiramente, na composição da métrica é necessário estimar a função contábil individual de cada companhia nos 12 trimestres pela Equação 2.

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_i + \text{Retorno}_i + \varepsilon_i \quad (2)$$

Em que:

ROA_{it} = Lucro líquido trimestral sobre o ativo total final da empresa i no período i não consolidado.

$$Retorno_{it} = \frac{Preço_{it} - Preço_{it-1}}{Preço_{it-1}}$$

Destaque-se que ao se estimar a Equação 2 para cada empresa, nos diferentes anos, foram realizados os seguintes testes de pressupostos básicos de regressão linear: i) teste de assimetria e curtose para normalidade dos resíduos; ii) teste de heterogeneidade dos resíduos de Breusch-Pagan (1979), e iii) teste de Breusch-Godfrey e teste de Durbin-Watson para autocorrelação dos resíduos. Nenhuma das estimativas apresentou problemas de normalidade dos resíduos. As regressões que tiveram problemas de autocorrelação de resíduos foram reestimadas utilizando a correção de Newey-West com lag de um trimestre. As regressões que tiveram problemas de heterocedasticidade foram reestimadas com correção *robust*.

Posteriormente, foi preciso projetar o ROA esperado - $E(ROA)$ - para cada empresa, baseado nas regressões (Eq. 3).

$$E(ROA)_{ijt} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Retorno_{it} \quad (3)$$

Em seguida foi feito o cálculo do $E(ROA)$ da mesma empresa, com os estimadores das demais companhias do mesmo setor, por meio da Equação 4.

$$E(ROA)_{ijt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Retorno_{it} \quad (4)$$

Ademais, o evento econômico mantém-se constante, utilizando os estimadores de outra. Com isso, a medida de comparabilidade é a média da distância entre as duas funções para cada trimestre - $E(ROA)$ - de cada empresa a parte das regressões.

Para aferir a comparabilidade individual de cada companhia entre os pares foi feito o cálculo da média da proximidade de cada função por trimestre, conforme a Equação 5.

$$Compb_{ijt} = -\frac{1}{12} * \sum_{t-11}^t |E(ROA_{iit}) - E(ROA_{ijt})| \quad (5)$$

A Equação 4 refere-se à comparabilidade, é uma medida relativa que afere a diferença das funções de duas empresas separadas. Para calcular a comparabilidade individual geral em relação às companhias pares do setor analisado é preciso calcular a média das distâncias entre as demais companhias de referência, conforme a Equação 6. Utilizaram-se os 12 trimestres anteriores para calcular os valores esperados para o quarto trimestre de cada ano.

$$Compm_{it} = \frac{Compb_{ijt}}{n} \quad (6)$$

Em que:

$Compm_{ijt}$ = Medida da comparabilidade individual de cada companhia em relação aos seus pares do setor.

$Compb_{ijt}$ = Medida de comparabilidade relativa de cada par de empresas.

n = Número de companhias no setor ou sendo comparadas.

Com a finalidade de explorar e avaliar quais empresas seriam as mais e menos comparáveis do setor, em termos de relatórios financeiros, calculou-se o para cada empresa e comparou-se a frequência de valores maiores e menores que a mediana, utilizando-se o χ^2 Pearson.

Para se responder as hipóteses de pesquisa, calculou-se o $Compm_{it}$ para cada ano e realizou-se um teste t, unicaudal, de média entre eles. Considerando que a variância foi diferente entre os anos, realizou o ajuste de graus de liberdade de *Satterthwaite* para amostras de variâncias não semelhantes.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

Na Tabela 1 são apresentados os resultados das diversas regressões estimadas para a Equação 2. No Painel A são apresentados os coeficientes estimados para todas as empresas em todos os anos. Os resultados do Painel B demonstram uma relação positiva entre lucros e retornos, e um R^2 médio de 10,1%, o que é consistente com De Franco, Kothari & Verdi (2011).

Tabela 1 – Resultados da estimação para a Equação 2

PAINEL A – Coeficientes estimados por empresa											
Ano	Empresas	AALR	DASA	FLRY	PARD	ODPV	QUAL	BIOM	RADL	PFRM	PNVL
2019	Retorno	0,235	-0,816	0,056	-1,542	-0,919	-1,505*	-5,844**	-1,905	2,047	-1,472
	Intercepto	1,620*	2,468*	8,301*	9,813*	23,245*	10,601*	-15,315*	7,017*	-1,880*	6,638*
	n	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
	R ²	0,001	0,137	0,000	0,123	0,000	0,380	0,293	0,072	0,104	0,221
	Correção	Newey	Não	Newey	Newey	Newey	Não	Não	Newey	Newey	Não
2020	Retorno	1,085	-0,665	-3,774	-2,602	-7,146	-0,584	-1,014	-4,168	1,125	2,448
	Intercepto	0,358	1,215	6,500*	8,626*	19,049*	10,636*	-15,525*	6,119*	-0,385	5,292*
	n	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
	R ²	0,010	0,021	0,060	0,124	0,014	0,041	0,020	0,148	0,044	0,099
	Correção	Newey	Newey	Newey	Newey	Não	Não	Não	Newey	Newey	Newey
2021	Retorno	0,427	0,745	-2,500	-1,445	19,051**	1,395	1,119	-2,214	-1,284	3,200
	Intercepto	0,009	0,014	5,740*	8,388*	17,859*	9,884*	-17,558*	5,141*	1,036*	4,154*
	n	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
	R ²	0,000	0,066	0,057	0,037	0,0300	0,045	0,033	0,071	0,096	0,2351
	Correção	Newey	Newey	Não	Não	Não	Robust	Não	Newey	Newey	Newey
2022	Retorno	5,381	-0,152	-4,920	-1,490	4,820	9,485*	4,331**	-1,744	-3,270	0,138
	Intercepto	-2,569*	-0,890*	5,102*	8,202*	19,139*	9,268*	-19,004*	5,017*	1,635*	3,373*
	n	12	12	12	12	12	12	12	12	12	12
	R ²	0,109	0,012	0,154	0,024	0,048	0,588	0,281	0,041	0,188	0,001
	Correção	Não	Não	Não	Newey	Newey	Não	Newey	Não	Não	Não
PAINEL B – Estatística descritiva dos coeficientes estimados											
Variável	Obs.	Média	DP	10° percentil	Mediana	90° percentil					
Retorno	40	0,103	4,364	-3,813	-0,741	4,380					
Intercepto	40	3,958	9,141	-3,844	5,122	11,358					
Regressão R ² (%)	40	0,101	0,120	0,001	0,059	0,240					

No Painel A são demonstrados os coeficientes estimados para cada empresa, para os quatro anos analisados, considerando a Equação 2. Além dos coeficientes estimados, apresentamos o coeficiente de determinação (R^2) e se a estimativa foi calculada com a correção Newey-West, Robust ou se não foram utilizadas correções ao método dos mínimos quadrados ordinários. No Painel B demonstra-se a estatística descritiva dos coeficientes estimados.

*p-valor < 0,05; **p-valor < 0,10.

A Tabela 2 contém as estatísticas descritivas para as dez empresas do setor. Considerando que quanto mais longe de 0 é a média, menos comparável é a empresa em relação às demais empresas do setor. Destacam-se as estatísticas das empresas ODPV e BIOM como as menos comparáveis no setor e com os maiores desvios padrões.

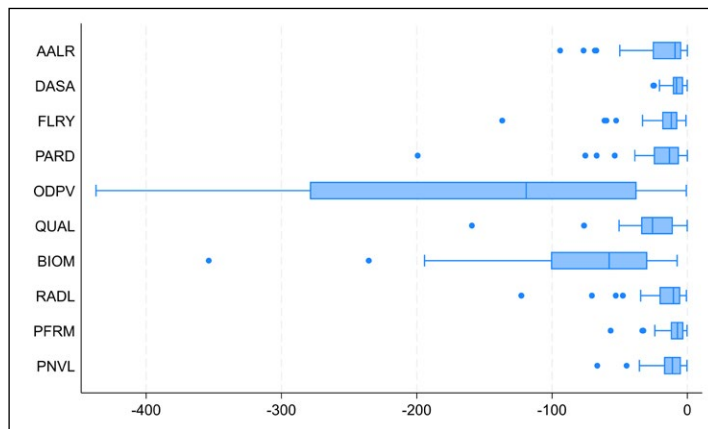
Tabela 2 – Estatística descritiva por empresa: Média (Desvio Padrão) [Mediana] n

Empresa	Retorno	ROA	$E(ROA)_{jt}$	$Comp_{jt}$
AALR	0,04 (0,20) [0,02] 24	-0,23 (2,81) [0,76] 24	2,14 (22,79) [3,60] 40	-20,90 (24,46) [-9,10] 36
DASA	0,01 (0,35) [-0,01] 24	0,74 (1,74) [0,67] 24	3,07 (10,46) [3,69] 40	-8,66 (7,02) [-8,05] 36
FLRY	0,01 (0,19) [0,00] 24	6,77 (2,16) [6,67] 24	4,31 (25,66) [0,20] 40	-19,29 (25,22) [-11,85] 36

Empresa	Retorno	ROA	$E(ROA)_{ijt}$	$Compb_{ijt}$
PARD	0,02 (0,11) [-0,00] 24	8,97 (1,58) [9,12] 24	5,07 (38,75) [-2,49] 40	-23,02 (34,92) [-13,26] 36
ODPV	0,02 (0,11) [-0,01] 24	21,16 (6,21) [19,56] 24	8,24 (89,01) [-7,48] 40	-162,57 (146,91) [-119,13] 36
QUAL	-0,01 (0,31) [-0,09] 24	9,29 (2,22) [9,94] 24	1,81 (36,04) [-2,61] 40	-27,43 (27,53) [-25,79] 36
BIOM	0,00 (0,29) [-0,05] 24	-17,43 (3,17) [-16,77] 24	-2,85 (90,71) [13,10] 40	-78,21 (72,19) [-57,74] 36
RADL	0,04 (0,15) [0,06] 24	5,94 (1,49) [5,81] 24	4,96 (25,88) [0,40] 40	-17,94 (23,62) [-10,26] 36
PFRM	-0,03 (0,20) [-0,04] 24	-0,10 (2,29) [0,42] 24	4,74 (12,68) [2,15] 40	-10,20 (11,31) [-7,30] 36
PNVL	-0,02 (0,18) [-0,07] 24	4,97 (1,76) [5,08] 24	3,98 (18,31) [1,84] 40	-14,37 (13,62) [-11,03] 36
Total	0,01 (0,23) [-0,03] 240	4,01 (9,73) [5,07] 240	3,55 (45,82) [2,13] 400	-38,26 (71,36) [-13,90] 360

Os resultados para a variável também podem ser observados na Figura 1. A empresa ODPV tem a maior dispersão e a menor mediana.

Figura 1 – Boxplot para $Compb_{ijt}$, por empresa



Na Tabela 3 nota-se quantas observações as empresas apresentam acima ou abaixo da mediana geral do setor, e o resultado do teste qui-quadrado para a frequência esperada.

Tabela 3 – Frequência de valores para $Compb_{ijt}$ em relação à mediana para o setor

> Mediana	AALR	DASA	FLRY	PARD	ODPV	QUAL	BIOM	RADL	PFRM	PNVL	Total
Não	17	6	13	18	33	26	34	13	7	13	180
Sim	19	30	23	18	3	10	2	23	29	23	180
Total	36	36	36	36	36	36	36	36	36	36	360

χ^2 Pearson (9) = 98,444; Prob. = 0,000

As empresas AALR, DASA, FLRY, RADL, PFRM e PNVL apresentaram maior número de observações acima da mediana geral, enquanto ODPV, QUAL e BIOM apresentaram maior número de observações abaixo da mediana e, portanto, menor grau de comparabilidade com o setor. A estatística do teste χ^2 comprova a diferença de frequências.

Essas três companhias – ODPV, QUAL e BIOM-, tiveram as menores medianas em relação ao setor e as menores médias. O destaque foi a BIOM que, das 36 observações, apenas 2 estiveram acima da mediana do setor, a ODPV com apenas 3 observação das 36 acima da mediana do setor e, em seguida, a QUAL, com 10 observações acima da mediana geral. O que pode ser justificado por terem os dados mais dispersos entre a amostra analisada. A empresa PARD foi a quarta com pior comparabilidade, com média de -23,02 de , e tem o mesmo número de observações abaixo e acima da mediana.

As hipóteses da pesquisa avaliam a comparabilidade do setor de saúde, comparando seus resultados ano a ano. Foi tomando por base que a pandemia foi anunciada pela Organização Mundial de Saúde (OMS) em 2020 e, portanto, espera-se uma queda na comparabilidade do setor. Ao contrário, as hipóteses para os anos de 2021 e 2022 eram de maiores comparabilidades, pois apesar de ainda estarmos oficialmente em pandemia, haja vista que a OMS anunciou o fim da pandemia em maio de 2023, iniciou-se a vacinação no Brasil e relaxamento das medidas de afastamento social. Os resultados demonstram que a comparabilidade de fato foi menor no ano de 2020 em comparação a 2019, mas por outro lado, não houve aumento de comparabilidade nos anos subsequentes, conforme apresentado na Tabela 4.

Tabela 4 - Teste de médias do $Compb_{ijt}$ por ano

Painel A: Valores $Compb_{ijt}$ por ano e Desvio Padrão			
Ano	Obs.	$Compb_{ijt}$	DP
2019	90	-18,05	22,15
2020	90	-25,34	33,53
2021	90	-65,47	120,69
2022	90	-44,17	54,70
Total	360	-38,26	71,36
Painel B: Comparações de média ano a ano			
Comparabilidade ano a ano	Graus de liberdade de Satterthwaite	Diferença	t (valor p)
2019 > 2020	154,26	7,29	1,72 (0,044)
2019 > 2021	94,99	47,42	3,66 (0,000)
2020 < 2021	102,66	40,13	3,04 (0,999)
2020 < 2022	147,60	18,83	2,79 (0,997)

Com a análise da tabela 4, no painel A, é possível observar o $Compb_{ijt}$ em 2019, que foi o ano anterior ao início da pandemia, o qual obteve média de comparabilidade mais próxima de zero e menor desvio padrão, representando maior comparabilidade dos relatórios financeiros em relação ao período analisado. Em 2020, houve uma queda da média de comparabilidade e maior desvio padrão dos dados. Em relação a 2021, a média de comparabilidade apresentou seu pior cenário, com menor média e maior desvio padrão. Em 2022 a comparabilidade aumentou em relação a 2021, inclusive com menor desvio padrão.

O painel B demonstra o ajuste *Satterthwaite* de graus de liberdade para as amostras de cada ano, uma vez que não possuem variâncias semelhantes. O ajuste foi necessário para que houvesse a comparação da média de comparabilidade de um ano para o outro através do teste t. Além disso, o painel B mostra a diferença de médias das comparações dos anos para a resposta às hipóteses, bem como demonstra o valor t e a probabilidade do teste.

Com a comparação ano a ano pelo teste t, considerando um alfa de 5%, nota-se que o ano de 2019, antes da pandemia, foi o período em que o setor apresentou maior comparabilidade entre as empresas. Ao compararmos 2020 com 2019, não se rejeita a hipótese H1 de redução na comparabilidade do setor a partir da deflagração da pandemia [$|t|(154,26) = 1,72$; p-value = 0,044]. Observa-se que comparabilidade ainda é pior em 2021 em comparação a 2019 [$|t|(94,99) = 3,66$; p-value = 0,000], em conformidade com a hipótese H2.

Por fim, não se pode afirmar que a comparabilidade tenha melhorado em 2021 em relação a 2019 [$|t|(102,66) = 3,04$; p-value = 0,999], tampouco em 2022 [$|t|(147,60) = 2,79$; p-value = 0,997], mesmo considerando o início da vacinação no país e a redução do número de casos e de mortes. Logo, as hipóteses H3 e H4 da pesquisa são rejeitadas. Os resultados mostram que 2021, sobretudo, foi o ano com a menor comparabilidade em todos os quatro anos estudados. Apesar da média amostral de 2022 ser maior que a de 2021, essa diferença não é estatisticamente significativa ao nível de 5% [$|t|(124,08) = 1,53$; p-value = 0,065].

De acordo com a teoria da comunicação, a eficácia da comunicação contábil depende não apenas da transmissão da informação, mas também da compreensão e da interpretação por parte dos usuários. Um dos elementos-chave para aprimorar essa comunicação é a comparabilidade, uma característica qualitativa que busca tornar a informação contábil mais útil para a tomada de decisões. No entanto, diante das incertezas econômicas geradas pela pandemia, observa-se uma redução na utilidade da informação contábil para a tomada de decisões durante esse período.

É importante ressaltar que, de acordo com o CPC 00, comparabilidade não deve ser confundida com uniformidade. O princípio subjacente é que elementos similares devem parecer similares, enquanto elementos diferentes devem ser claramente distinguíveis. À medida que as empresas de um mesmo setor se tornam menos comparáveis a partir de 2020, entende-se que elementos similares podem estar sendo reconhecidos de forma diferente, e elementos diferentes podem estar sendo reconhecidos de forma similar. Nesse contexto, a compreensão da dinâmica entre comunicação, comparabilidade e utilidade da informação contábil torna-se crucial para os profissionais e pesquisadores da área contábil, especialmente ao enfrentar desafios como os impostos pela pandemia.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve por objetivo aprofundar a análise dos efeitos do período pandêmico na esfera da qualidade da informação contábil, bem como sua implicação na comparabilidade dos relatórios financeiros no setor de saúde. Os resultados obtidos no trabalho trazem evidências de que esse impacto causado pela pandemia resultou em menor comparabilidade dos relatórios financeiros para os anos 2020 e 2021.

Assim, os resultados não rejeitam as hipóteses H1 e H2, isto é, demonstram que a pandemia impactou relatórios financeiros de 2020 e 2021, e que a comparabilidade contábil nesses anos é menor em relação a 2019. Porém, a hipótese de que a comparabilidade de 2021 e de 2022 é maior que 2020 é rejeitada. Não há evidências, portanto, de que a volta gradual das atividades econômicas, em 2021 e 2022, tenha resultado em maior comparabilidade contábil. O ano de 2021, sobretudo, foi o ano com menor comparabilidade em todos os quatro anos estudados (2019 a 2022).

A teoria da comunicação destaca que a eficácia da comunicação contábil depende da compreensão dos usuários, além da transmissão da informação. A comparabilidade é crucial para tornar útil a informação contábil na tomada de decisões. Contudo, durante a pandemia, a utilidade da informação contábil foi reduzida, com empresas se tornando menos comparáveis. O CPC 00 enfatiza que comparabilidade não é uniformidade, pois elementos similares devem parecer similares e elementos diferentes devem ser distinguíveis. A compreensão da relação entre comunicação, comparabilidade e utilidade é essencial para profissionais contábeis diante dos desafios pandêmicos.

O estudo corrobora os achados de Souza, Ribeiro e Vicente (2021) que apontam que crises econômicas provocam uma associação negativa com a comparabilidade das informações financeiras e Paulo & Mota (2019) em relação ao gerenciamento de resultados em períodos de crises, quando gestores utilizam os *accruals* discricionários para gerenciar lucros.

Nesse sentido, os resultados que retratam as informações emitidas pelas companhias em seus relatórios são uma tradução dos eventos em que elas estão expostas. O trabalho traz uma contribuição descritiva de análise da comparabilidade para um período atípico em que houve uma sobrecarga operacional nas companhias de saúde.

O estudo traz limitações no sentido de que não foi possível analisar todas as quinze empresas do setor, haja vista a falta de dados de cinco delas. A delimitação setorial foi uma escolha com o objetivo de tratar de um dos setores em que a pandemia mais causou impactos operacionais. Nesse sentido, estudos futuros podem avaliar impactos em outros setores, como por exemplo, petróleo e gás, transportes, serviços, e outros, que também sofreram impactos econômicos durante a pandemia. Em relação ao período, sugere-se analisar se o gradativo aumento da vacinação e a consequente redução dos casos de covid, nos anos subsequentes a 2022, fizeram com que o setor de saúde retornasse a uma comparabilidade contábil nos patamares anteriores à pandemia. Além disso, sugere-se estudar como a pandemia impactou outras características qualitativas da informação contábil, como a relevância e a compreensibilidade, utilizando as metodologias de Collins, Maydew & Weiss (1997) e Lehavy, Li & Merkley (2011), respectivamente. Como última sugestão, apontamos possíveis estudos relacionados a outros assuntos inerentes aos *accruals*, como o gerenciamento de resultados e o conservadorismo contábil.

REFERÊNCIAS

- Ahmed, Anwer S. and Neel, Michael J. and Safdar, Irfan. (2019). Accounting Comparability and the Market Pricing of Accruals. *Advances in Accounting*, 45. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2019.03.003>.
- Al-Thaqeb, S.A., Algharabali, B.G., Alabdulghafour, K.T. (2022). The pandemic and economic policy uncertainty. *International Journal of Finance and Economics*. v. 27. pp. 2784–2794. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2298>
- Barth, M. E. (2013). Global Comparability in Financial Reporting: What, Why, How, and When? *China Journal of Accounting Studies*, v. 1, n. 1, p. 2–12. <https://doi.org/10.1080/21697221.2013.781765>
- Bedford, N. M., & Baladouni, V. (1962). A communication theory approach to accountancy. *The Accounting Review*, v. 37, n. 4, pp. 650-659. <https://www.jstor.org/stable/242352>
- Chen, A., & Gong, J. J. (2019). Accounting comparability, financial reporting quality, and the pricing of accruals. *Advances in Accounting*, 45, 100415. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2019.03.003>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2019). Pronunciamento técnico CPC 00 (R2): Estrutura conceitual para relatório financeiro. Brasília. Disponível em: [https://s3.sa-east-1.amazonaws.com/static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00\(R2\).pdf](https://s3.sa-east-1.amazonaws.com/static.cpc.aatb.com.br/Documentos/573_CPC00(R2).pdf)
- De Franco, G., Kothari, S. P., Verdi, R. S. (2011). The Benefits of Financial Statement Comparability. *Journal of Accounting Research*, v. 49, n. 4, p. 895–931. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2011.00415.x>

Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77, 35–59. <https://www.jstor.org/stable/3203324>

Dias Filho, J. M., & Nakagawa, M. (2001). Análise do processo da comunicação contábil: Uma contribuição para a solução de problemas semânticos, utilizando conceitos da teoria da comunicação. *Revista Contabilidade & Finanças*, 12(26). <https://doi.org/10.1590/S1519-70772001000200003>

Diniz, M. (2021). Ações do setor de saúde são um “remédio” para o investidor na Bolsa? Confira a visão dos analistas. *Infomoney*. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/acoes-do-setor-de-saude-sao-um-remedio-para-o-investidor-na-bolsa-confirma-a-visao-dos-analistas/>>. Acesso em: 3 jun. 2022.

Gordon, I., & Gallery, N. (2012). Assessing financial reporting comparability across institutional settings: The case of pension accounting. *British Accounting Review*, v. 44, n. 1, p. 11–20. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2011.12.005>

Gormsen, N. J., & Koijen, R. S. J. (2020). Coronavirus: Impact on Stock Prices and Growth Expectations, *The Review of Asset Pricing Studies*, v. 10, 4, December. p. 574–597. <https://doi.org/10.1093/rapsu/raaa013>

Lehavy, R., Li, F., & Merkley, K. (2011). The effect of annual report readability on analyst following and the properties of their earnings forecasts. *The Accounting Review*, 86(3), 1087–1115. <https://doi.org/10.2308/accr.00000043>

Linhares, F. S., Costa, F. M., & Beiruth, A. X. (2018). Gerenciamento de resultados e eficiência de investimentos. *Review of Business Management*, 20(2), 295–310. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v20i2.3180>

Martins, V. L. S. (2022). O impacto da pandemia do covid-19 na cadeia de suprimentos da saúde pública. *Revista Ibero-Americana de Humanidades, Ciências e Educação*. São Paulo, 8(4). doi.org/10.51891/rease.v8i4.5189

Mathieu, E., Ritchie, H., Rodés-Guirao, L., Appel, C., Giattino, C., Hasell, J., MacDonald, B., Dattani, S., Beltekian, D., Ortiz-Ospina, E., & Roser, M. (2020). Coronavirus Pandemic (COVID-19). *Our World in Data*, 2020. Disponível em: <<https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>>. Acesso em: 27 jun. 2022.

Merkel-Davies, D. M., & Brennan, N. M. (2017). A theoretical framework of external accounting communication: Research perspectives, traditions, and theories. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(2), 433–469. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2015-2039>

Noronha, K. V. M. S., Guedes, G. R., Turra, C. M., Andrade, M. V., Botega, L., Nogueira, D., Calazans, J. A., Carvalho, L., Servo, L., & Ferreira, M. F. (2020). Pandemia por COVID-19 no Brasil: análise da demanda e da oferta de leitos hospitalares e equipamentos de ventilação assistida segundo diferentes cenários. *Cadernos de Saúde Pública*, 36(6), 1-17. [doi: 10.1590/0102-311X00115320](https://doi.org/10.1590/0102-311X00115320)

Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Business cycles and earnings management strategies: A study in Brazilian public firms. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30(80), 216–233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>

Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish Stock Price Reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, Volume 9, Issue 3, November 2020, Pages 622–655. <https://doi.org/10.1093/rdfs/cfaa012>

Ribeiro, A. M. (2014). Poder discricionário do gestor e comparabilidade dos relatórios financeiros: uma análise dos efeitos da convergência do Brasil às IFRS. 217 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Curso de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

Ribeiro, A. M., Carmo, C. H. S., Fávero, L. P. L., & Carvalho, L. N. (2016). Manager's Discretionary Power and Comparability of Financial Reports: An Analysis of the Regulatory Transition Process in Brazilian Accounting. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 27, p. 12–28. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201601900>

Shannon, C. & Weaver, W. (1964). *The Mathematical Theory of Communication*. The university of Illinois press. Urbana.

Sohn, B. C. (2016). The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 513-539. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.003>

Sousa, A. M., Ribeiro, A. M., Vicente, E. F. R., & Silva, C. H. (2020). Suavização de resultados e comparabilidade dos relatórios financeiros: evidências em empresas abertas do mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações* (2020), v.14, DOI: <http://dx.doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.164488>.

Sousa, A. M., Ribeiro, A. M. & Vicente, E. F. R. (2021). The impact of audit rotation on the comparability of financial reports. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 32, p. 413–428. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202111830>

Souza, P. V. S., & Silva, C. A. T. (2021). Efeitos da Pandemia do COVID-19 nos Mercados de Capitais Internacionais. XX USP International Conference in Accounting, São Paulo, SP.

Tarca, A. (2020). The IASB and Comparability of International Financial Reporting: Research Evidence and Implications. *Australian Accounting Review*, v. 30, n. 4, p. 231–242. <https://doi.org/10.1111/auar.12326>

Truche, P., Campos, L. N., Marrazzo, E. B., Rangel, A. G., Bernardino, R., Bowder, A. N., Buda, A. M., Faria, I., Pompermaier, L., Rice, H. E., Watters, D., Dantas, F. L. L., Mooney, D. P., Botelho, F., Ferreira, R. V., & Alonso, N. (2021). Association between government policy and delays in emergent and elective surgical care during the COVID-19 pandemic in Brazil: a modeling study. *The Lancet Regional Health – Americas*, v. 3. <https://doi.org/10.1016/j.lana.2021.100056>

Velleda, I. (2021). Balanço 2021: setor de saúde acumula perdas mas movimentou mais de R\$ 18 bi em M&As. *Forbes Money*. Disponível em: <<https://forbes.com.br/forbes-money/2021/12/balanco-2021-setor-de-saude-acumula-perdas-mas-movimentou-mais-de-r-18-bi-em-mas/>>. Acesso em: 20 jun. 2022.

World Bank. (2023). World Development Report 2022: Finance for an Equitable Recovery. World Bank. Disponível em: <<https://documents1.worldbank.org/curated/en/408661644986413472/pdf/World-Development-Report-2022-Finance-for-an-Equitable-Recovery.pdf>> Acesso em: 12 de outubro de 2023

Wang, C. (2014). Accounting Standards Harmonization and Financial Statement Comparability: Evidence from Transnational Information Transfer. *Journal of Accounting Research*, v. 52, n. 4, p. 955–992. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12055>

Yip, R., & Young, W. Y. (2012). Danqing. Does Mandatory IFRS Adoption Improve Information Comparability? *The Accounting Review*, v. 87, n. 5, p. 1767–1789. <https://www.jstor.org/stable/41721909>

Zeff, S. A. (2007). Some obstacles to global financial reporting comparability and convergence at a high level of quality. *The British Accounting Review*, v. 39, n. 4, p. 290–302. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.08.001>

RESENHA

REVIEW

Branicki, L., Brammer, S., Linnenluecke, M., & Houghton, D. (2023). Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience. *Accounting and Business Research*, 53(5), 508-536. <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2219148>

Burnet, C. (2023) 'Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience' A practitioner view, *Accounting and Business Research*, 53(50), 537-540, <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2219149>

RESUMO

A presente resenha analisa os trabalhos de Branicki et al. (2023) e Burnet (2023). Ambos os artigos abordam a importância da contabilidade na promoção da resiliência durante a pandemia de COVID-19. O primeiro fornece uma base teórica, enquanto o segundo destaca a aplicação prática. Ambos os estudos exploram a necessidade de transparência, comunicação e adaptação rápida durante crises, desafiando a visão tradicional da contabilidade e destacando sua importância na sociedade, indo além do patrimônio tangível para considerar também o patrimônio imaterial, como a resiliência.

Palavras-chave: *accounting for resilience, role of the accounting professions*

ABSTRACT

This review examines the works of Branicki et al. (2023) and Burnet (2023). Both articles address the importance of accounting in promoting resilience during the COVID-19 pandemic. The former provides a theoretical foundation, while the latter highlights practical application. Both studies explore the need for transparency, communication, and rapid adaptation during crises, challenging the traditional view of accounting and emphasizing its vital role in society, extending beyond tangible assets to consider intangible assets such as resilience.

Keywords: *accounting for resilience, role of the accounting professions*

Os artigos "Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience" de Layla Branicki, Stephen Brammer, Martina Linnenluecke e David Houghton (2023) e "Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience - A practitioner view" de Catherine Burnet (2023), oferecem perspectivas complementares sobre o papel da profissão contábil na promoção da resiliência durante a pandemia de COVID-19. Ambos destacam um aspecto inovador da contabilidade, ao abordar a promoção da resiliência pela profissão, desafiando as previsões pessimistas que sugerem o seu declínio ou obsolescência. Após a leitura desses artigos, entende-se a contabilidade como intrinsecamente resiliente, sendo vital para a existência e continuidade das empresas e, por conseguinte, da sociedade, especialmente em momentos de crises.

A pesquisa acadêmica de Branicki et al. (2023) fornece uma base teórica robusta para compreender o papel da contabilidade na resiliência, enquanto o relato de Burnet destaca a aplicação prática desses conceitos em uma empresa (KPMG), mostrando como as estratégias teóricas podem ser traduzidas e implementadas no mundo real da profissão contábil. Juntos, esses artigos oferecem uma visão abrangente e complementar sobre como a profissão contábil desempenhou um importante papel na promoção da resiliência durante a pandemia de COVID-19, fornecendo uma base teórica e prática para compreender e implementar estratégias eficazes de resiliência dentro da área contábil. Cabendo, portanto, abordar cada um desses estudos.

Primeiramente, o estudo de Branicki et al. (2023) examina detalhadamente como a contabilidade desempenha o seu papel na promoção da resiliência em níveis individuais, organizacionais e

Danilo de Sousa Araujo

Mestrando em Ciências Contábeis (PPGCC/UFU). MBA em Business Intelligence e Analytics pela Faculdade Unyleya (UNYLEYA). MBA em Contabilidade e Finanças pela Faculdade Focus (FOCUS). Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB). Linhas de pesquisa: Contabilidade Financeira, Valuation e ESG. (ID): ORCID: <https://orcid.org/0000-0003-0511-531X>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6604878497054705>. E-mail: daniloaraujo.unb@gmail.com.

Moisés Ferreira da Cunha

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília (UnB). Bacharel em Ciências Contábeis (UNEB). Professor Associado na Universidade Federal de Goiás (UFG). Linhas de pesquisa: Contabilidade Financeira e Finanças, Controladoria e Finanças. (ID): ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7142-9475>. Lattes: <http://lattes.cnpq.br/9314013762582069>. E-mail: moises_cunha@ufg.br.

sociais durante crises. Eles exploram como a profissão contábil facilitou respostas eficazes à crise, apoiou a adaptação e antecipou futuras crises. O artigo propõe um modelo teórico que descreve as maneiras pelas quais as profissões, em particular a contabilidade, contribuem para a resiliência em diferentes estágios de crises.

O modelo teórico proposto no artigo aborda a contribuição da profissão contábil para a resiliência organizacional diante de eventos extremos, como a pandemia de COVID-19, destacando a importância da resiliência organizacional, definida como a capacidade das organizações de se adaptarem e se recuperarem de eventos adversos, mantendo seu desempenho e operações essenciais. Além disso, identifica como a profissão contábil contribui para essa resiliência, fornecendo suporte financeiro, orientação e expertise durante crises. O modelo descreve as ações específicas realizadas pela profissão contábil, como consultoria especializada, comunicação eficaz de informações financeiras e colaboração com outras partes interessadas. Também considera o impacto dessa contribuição na sociedade e economia, ressaltando como as práticas contábeis podem influenciar a recuperação pós-crise e o crescimento sustentável. Por fim, sugere a existência de uma “resiliência contábil”, que representa a capacidade da profissão contábil de apoiar organizações e comunidades na superação de desafios e na construção de um futuro resiliente (Branicki et al, 2023).

Por outro lado, o artigo de Burnet (2023) oferece uma visão prática sobre como a empresa KPMG, dentro do contexto da profissão contábil, enfrentou os desafios da pandemia. Ela destaca como a empresa adaptou rapidamente suas práticas de trabalho, apoiou seus funcionários e colaborou com os clientes para superar os desafios, enfatizando a importância da transparência, comunicação aberta e utilização eficaz da tecnologia.

Layla Branicki, Stephen Brammer, Martina Linnenluecke e David Houghton, provenientes de diferentes instituições do Reino Unido e Austrália, exploram como aumento na frequência, diversidade e gravidade de eventos extremos que ameaçam negócios e a sociedade tem gerado interesse em fortalecer a resiliência contra essas ameaças. Contudo, os autores evidenciam que há pouca pesquisa sobre como a contabilidade pode contribuir para a resiliência em diferentes escalas e níveis de análise (Branicki et al, 2023).

Para investigação, os autores realizaram uma pesquisa qualitativa, indutiva e grounded-theory, conforme proposto por Fendt e Sachs (2008) e Gehman et al. (2018). A pesquisa foi qualitativa, envolvendo a coleta e análise de dados não numéricos, como textos, para compreender fenômenos complexos em seu contexto natural. A abordagem foi indutiva, permitindo que os pesquisadores focassem nos dados coletados, em vez de testar hipóteses preexistentes. Em termos de Grounded Theory, os autores seguiram os princípios dessa metodologia qualitativa, buscando desenvolver teorias diretamente dos dados, em vez de aplicar teorias prévias aos dados. Isso permitiu que padrões e conceitos emergissem organicamente, sem imposições teóricas.

Quanto à condução da pesquisa, os pesquisadores utilizaram uma base de dados com mais de 26.000 publicações em redes sociais dos principais órgãos de contabilidade profissional no contexto do Reino Unido (ICAEW, ACCA) e de empresas de serviços contábeis ‘Big 4’ baseadas no Reino Unido (PwC, Deloitte, EY e KPMG), além do engajamento dos usuários com essas publicações. Esses dados foram analisados para identificar padrões e temas emergentes relacionados à promoção da resiliência pela profissão contábil durante a pandemia de COVID-19. Uma abordagem iterativa foi adotada, com constante revisão e refinamento dos dados para obter um entendimento mais profundo do papel da contabilidade na promoção da resiliência. O processo de análise envolveu a categorização dos dados, identificação de temas emergentes e síntese desses temas em um modelo teórico que descreve como a profissão contábil contribui para a resiliência. Por meio dessa abordagem, os autores puderam explorar o papel da contabilidade na promoção da resiliência diante de eventos extremos, como a pandemia de COVID-19 (Branicki et al., 2023).

Com base na revisão da literatura, os pesquisadores propuseram um novo modelo que caracteriza as formas pelas quais as profissões podem contribuir para a resiliência, oferecendo perspectivas sobre o papel da contabilidade em lidar com crises e fortalecer a capacidade de enfrentar esses eventos extremos. O modelo representa a resiliência como uma função do declínio no desempenho e da subsequente recuperação - um declínio na capacidade das organizações profissionais em cumprir seus papéis e funções na sociedade. Adversidades diretas ou indiretas podem estressar significativamente qualquer organização e causar um declínio no desempenho, denominado de impacto. A resiliência é vista como a capacidade de manter o desempenho em resposta ao impacto imediato e a rapidez com que pode ser recuperada após um evento extremo, ou seja, a velocidade de resposta e recuperação (Branicki et al., 2023).

O modelo propõe, ainda, estágios possíveis (pré e pós-impacto) que afetam a resiliência das organizações profissionais. A literatura prévia sugere que a resiliência pode ser melhorada antes de adversidades ocorrerem através da implementação de atividades de mitigação de riscos, como monitoramento do ambiente externo e melhoria das capacidades de detecção, interpretação e ação diante de sinais que indicam possíveis desenvolvimentos adversos. No entanto, a interpretação precisa de tais sinais e ações correspondentes são limitadas devido ao grande número de ameaças possíveis e recursos tipicamente limitados para se preparar para cada uma. Por exemplo, antes da pandemia de COVID-19, os cientistas alertaram sobre a possibilidade de uma pandemia futura, mas muitas organizações não agiram - a ameaça foi considerada improvável e suas implicações subestimadas (Branicki et al., 2023).

Com base nas limitações em torno da mitigação de riscos, os autores ressaltam que grande parte da pesquisa de resiliência existente concentrou-se nas fases de colapso e recuperação, citando Linnenluecke e Griffiths (2012). Isso inclui a resistência ao impacto e a capacidade de recuperação rápida da organização. Para organizações profissionais, a resiliência depende criticamente não apenas dos recursos, capacidades e ações que podem ser empregados para maximizar sua

própria robustez e rapidez, mas também das ações e consequências para a profissão e seus membros. Por exemplo, as organizações necessitam de recursos sociais, como redes de atores organizacionais, para responder a impactos adversos.

Além disso, a capacidade de resposta efetiva depende da disponibilidade e compartilhamento de informações, comunicação eficaz, liderança, tomada de decisão e aprendizado com os resultados anteriores. Estudos anteriores mostraram que os chamados 'recursos folga' - aqueles que uma organização possui além do necessário para suas operações normais, que podem incluir capital financeiro, capacidade de produção excedente, pessoal treinado adicional, entre outros ativos que não estão totalmente alocados para as operações diárias - podem ajudar as organizações a absorver impactos adversos e se recuperar mais rapidamente (Branicki et al., 2023).

Por fim, o estudo discute e conclui a partir de um caso específico, propondo um framework mais amplo sobre como as profissões, em especial a contabilidade, podem contribuir para a resiliência em diferentes fases de crises. O modelo proposto divide as fases de resposta imediata, adaptação e antecipação de crises futuras, enfatizando a contribuição das profissões em cada etapa usando recursos e habilidades essenciais. Durante a resposta a crises como a pandemia, as profissões utilizam seu conhecimento especializado para moldar respostas políticas e oferecer orientações confiáveis. Na fase de adaptação, focam em considerar cenários pós-crise e capacitam seus membros para lidar com mudanças. Já na preparação para futuras crises, buscam legitimidade externa e alertam sobre possíveis ameaças, mantendo a sociedade vigilante (Branicki et al., 2023).

O estudo, pioneiro ao abordar o papel das profissões na resiliência, destaca implicações relevantes para políticas, práticas e pesquisas futuras. Enfatiza a necessidade de uma visão mais ampla sobre o papel da contabilidade na resiliência, indo além da qualidade da auditoria. No entanto, reconhece limitações metodológicas e destaca a importância de pesquisas adicionais para entender melhor como as práticas profissionais contribuem para a resiliência em contextos diversos (Branicki et al., 2023). Os resultados encontrados enfatizam a crescente importância de explorar o papel das profissões na promoção da resiliência em eventos extremos, destacando a necessidade contínua de pesquisa para uma compreensão mais abrangente e aplicável.

O segundo estudo, de Catherine Burnet (2023), por sua vez, oferece uma visão prática complementar ao estudo de Branicki et al (2023) sobre a contribuição da profissão contábil para a resiliência durante a pandemia de COVID-19. Burnet aborda como a empresa KPMG enfrentou a crise por meio de três aspectos principais: adaptação dos colaboradores às medidas restritivas de deslocamento e ao trabalho híbrido, utilização da tecnologia para se ajustar às novas formas de trabalho impostas pela pandemia e auxílio aos clientes na navegação de seus próprios desafios, influenciando a maneira como trabalham atualmente (Burnet, 2023).

A autora explora a dificuldade de se preparar para uma crise de escala e velocidade sem precedentes como a COVID-19. O desafio imediato enfrentado foi garantir que os 18.000 colaboradores da empresa se adaptassem às novas restrições, trabalhando de casa ou de onde estivessem confinados, além de garantir o acesso aos sistemas essenciais para o funcionamento eficiente e seguro do negócio. A transparência e comunicação aberta com os colaboradores foram fundamentais para superar a crise. Segundo Burnet (2023), a empresa foi ágil em fornecer orientações claras baseadas nas informações governamentais, mesmo com atualizações frequentes, e em garantir apoio adicional aos funcionários para lidar com questões de bem-estar.

Burnet ressalta, ainda, a importância da tecnologia na transformação dos negócios durante a pandemia, destacando como as plataformas virtuais fortaleceram a conexão entre os colaboradores, facilitaram a comunicação e nivelaram hierarquias, promovendo uma maior compreensão das dificuldades enfrentadas por todos. Além disso, ela enfatiza como a pandemia alterou a forma de trabalho com os clientes, levando a adaptações nas práticas de auditoria para se tornarem mais digitais e focadas nos pontos de maior risco, garantindo uma maior eficácia e impacto positivo na qualidade da prestação de serviços (Burnet, 2023).

A pesquisadora finaliza ressaltando que, apesar dos desafios enfrentados, a pandemia permitiu à empresa aprimorar suas práticas, mostrando que, graças ao investimento em tecnologia e ao esforço colaborativo de seus colaboradores, estão alcançando um melhor desempenho, atendendo aos clientes de maneira mais eficiente e cumprindo a diferença que desejam fazer diariamente (Burnet, 2023).

Assim, o relato prático de Burnet (2023) complementa o estudo de Branicki et al (2023), evidenciando como a empresa KPMG, se adaptou e promoveu a resiliência durante a pandemia, oferecendo uma perspectiva prática sobre as estratégias e ações implementadas em um contexto empresarial real. No entanto, cabe destacar como lacuna no artigo, a autora não ter explorado a prática contábil especificamente, abordando-a de forma mais abrangente. Tal falta de foco na prática contábil, portanto, limitou a compreensão das nuances e dos desafios enfrentados pela profissão contábil durante a pandemia, impedindo uma análise mais aprofundada do papel específico da contabilidade na promoção da resiliência empresarial em períodos de crise.

Ambos os artigos convergem ao destacar a importância da transparência, comunicação eficaz e adaptação rápida como elementos essenciais para a promoção da resiliência durante crises. Enquanto o estudo de Branicki et al. (2023) fornece uma estrutura teórica ampla sobre resiliência para compreender o papel da contabilidade na resiliência, o relato prático de Burnet oferece perspectivas tangíveis sobre como essas teorias são aplicadas e implementadas em um ambiente empresarial real.

Como análise geral, os dois artigos são excelentes em termos de forma e conteúdo, oferecendo uma perspectiva sobre a contabilidade que contradiz notícias e previsões veiculadas na mídia. A profissão contábil frequentemente é

mencionada em listas de profissões que supostamente desaparecerão em um futuro próximo. No entanto, esses artigos exploram uma função social da contabilidade que reforça a importância de sua existência. Eles vão além do tradicional escopo contábil, que se limita ao patrimônio das empresas, expandindo-o para considerar também o patrimônio imaterial e imensurável, como a resiliência, especialmente em momentos de crise na sociedade.

REFERÊNCIAS

Branicki, L., Brammer, S., Linnenluecke, M., & Houghton, D. (2023). Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience. *Accounting and Business Research*, 53(5), 508-536. <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2219148>

Burnet, C. (2023) 'Accounting for resilience: the role of the accounting professions in promoting resilience' A practitioner view, *Accounting and Business Research*, 53(50), 537-540, <https://doi.org/10.1080/00014788.2023.2219149>

Fendt, J., and Sachs, W. (2008). Grounded theory method in management research. *Organizational Research Methods*, 11 (3), 430-455. <https://doi.org/10.1177/1094428106297812>

Gehman, J., Glaser, V.L., Eisenhardt, K.M., Gioia, D., Langley, A., and Corley, K.G. (2018). Finding theory-method fit: a comparison of three qualitative approaches to theory building. *Journal of Management Inquiry*, 27 (3), 284-300. <https://doi.org/10.1177/1056492617706029>

Linnenluecke, M.K., and Griffiths, A. (2012). Assessing organizational resilience to climate and weather extremes: complexities and methodological pathways. *Climatic Change*, 113 (3), 933-947. <https://doi.org/10.1007/s10584-011-0380-6>