

ISSN 1981-8610

CC BY

repec

Versão em Português

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Journal of Education and Research in Accounting

REPeC, Brasília, v. 18, n. 1, jan./mar. 2024

Disponível online em www.repec.org.br

DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v18i1>

EQUIPE EDITORIAL

CORPO DIRETIVO

Maria Clara Cavalcante Bugarim, Presidente da Academia Brasileira de Ciências Contábeis (Abracicon), Brasil

COMITÊ DE POLÍTICA EDITORIAL

Antonio Carlos Dias Coelho, Doutor, Universidade Federal do Ceará (UFC), CE, Brasil
Carlos Renato Theóphilo, Doutor, Universidade Montes Claros (Unimontes), MG, Brasil
Edgard B. Cornachione Jr., Ph.D., Universidade de São Paulo (USP), SP, Brasil
Emani Ott, Doutor, Universidade do Vale do Rio dos Sinos (Unisinos), RS, Brasil
Jacqueline Veneroso Alves da Cunha, Doutora, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), MG, Brasil
Orleans Silva Martins, Doutor, Universidade Federal da Paraíba (UFPB), PB, Brasil
Patrícia Gonzalez Gonzalez, Doutora, Universidade del Valle (UV), Cali, Colômbia

EDITOR

Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América

EDITORES ADJUNTOS

Andson Braga de Aguiar, Doutor, Universidade de São Paulo (USP)
Bruna Camargos Avelino, Doutora, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Iracema Raimunda Brito das Neves, Doutora, Universidade Estadual de Feira de Santana (UEFS)
José Elias Feres de Almeida, Doutor, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)
Márcia Martins Mendes de Luca, Doutora, Universidade Federal do Ceará (UFC)
Robson Zuccolotto, Doutor, Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)
Vinicius Gomes Martins, Doutor, Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)

COMITÊ CIENTÍFICO INTERNACIONAL

Ervin Black, Oklahoma University, Estados Unidos da América
Gary Hetch, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América
Greg Burton, Brigham Young University, Estados Unidos da América
Lúcia Lima Rodrigues, Universidade do Minho, Portugal

AVALIADORES AD HOC

Lista publicada anualmente no último número da Revista

REVISÃO DE LÍNGUA PORTUGUESA

Elaine Cristina Oliveira, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

REVISÃO DE LÍNGUA INGLESA

Aksent Assessoria Acadêmica

REVISÃO DE NORMALIZAÇÃO

Simone Kuperchmit, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

PREPARAÇÃO/REVISÃO DE METADADOS

Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor, University of Illinois at Urbana-Champaign, Estados Unidos da América

PROJETO GRÁFICO

Thiago Luis Gomes, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

DIAGRAMAÇÃO

Jailson Belfort, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil
Thais Martins, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

BIBLIOTECÁRIA

Lúcia Helena Alves de Figueiredo, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

Esta revista oferece acesso livre imediato ao seu conteúdo, pela internet no sistema SEER, disponibilizando gratuitamente o conhecimento científico ao público com vistas à sua democratização.

A REPeC está utilizando o Sistema Eletrônico de Editoração de Revistas (SEER) como meio de gerenciamento do periódico.

O Sistema Eletrônico de Editoração (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 na edição de periódicos científicos em cada uma das etapas do processo, desde a submissão e avaliação dos consultores até a publicação *on-line* e sua indexação.

Disponível em: <http://www.repec.org.br>

© Abracicon – Academia Brasileira de Ciências Contábeis – 2024



Academia Brasileira de Ciências Contábeis (Abracicon)
SAS, Qd. 5, Bl. J, 4º andar, Ed. CFC, CEP: 70070-920, Brasília-DF
E-mail: repec@cfc.org.br

REPeC: Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade [recurso eletrônico] / Academia Brasileira de Ciências Contábeis – v.1, n.1 (jan. 2007/abr. 2007)- -- Brasília: CFC, 2007-.

Trimestral

ISSN: 1981-8610

Modo de acesso: <http://www.repec.org.br>

1. Ciências Contábeis 2. Contabilidade I. Conselho Federal de Contabilidade II. Título.

CDU-657

Ficha Catalográfica elaborada pela Bibliotecária Lúcia Helena Alves de Figueiredo CRB 1/1.401

Palavra do Editor

Caro(a) leitor(a), estamos entregando o primeiro número do ano de 2024. Início esta carta parabenizando os artigos que serão publicados nesta edição.

A partir de uma análise do relatório da revista, de 2023, percebemos que chegamos ao mesmo grau de revistas internacionais, com a quantidade de artigos aprovados, além de uma taxa de rejeição de 90%.

O editorial é escrito por Bruna Avelino e Juliana Prates e tem como objetivo analisar criticamente se os acadêmicos possuem um entendimento compartilhado do conceito de transparência, no âmbito das divulgações de relatórios de sustentabilidade, e as implicações do uso desse constructo para a Contabilidade. Como principal resultado dos estudos, revela-se que as publicações revisadas apresentaram diferentes entendimentos acerca da transparência desses relatórios.

Neste primeiro número, começamos com o artigo escrito por Caroline Soschinski, Alice Carolina Ames e Ilse Maria Beuren. Este artigo analisa a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital. Os resultados revelam que o tipo de estratégia de negócios adotado tem relação com a forma pela qual a empresa financia o seu capital. Empresas prospectoras tendem a depender de capital de terceiros, apresentam maiores riscos e menor rentabilidade dos fluxos de caixa do que empresas defensoras. Em contraste, empresas defensoras, por buscarem um domínio de mercado e atuarem de forma limitada, geram fundos internamente para financiar suas atividades.

O segundo artigo é escrito pelos autores Diego Dantas Siqueira, Gabriel Santos de Jesus, Lauro Vinício de Almeida Lima e Égon José Mateus Celestino. Esse artigo tem como objetivo analisar a influência dos estágios do ciclo de vida (ECV) na relação entre governança corporativa (GC) e gerenciamento de resultados (GR) das companhias abertas da América Latina. Verificou-se que a GC contribui para a redução do GR e que, nos estágios iniciais (nascimento e crescimento) e na maturidade, há um menor nível de GR em relação aos estágios finais (turbulência e declínio). Ao se analisar a influência dos ECV na relação entre GC e GR, constatou-se que há potencialização na eficácia da GC em reduzir o GR nos estágios iniciais em comparação aos estágios finais. Em contraste, no estágio de maturidade, há uma redução na capacidade da GC em mitigar o GR, quando comparado aos estágios finais.

O terceiro artigo é escrito por Luciana de Sousa Santos, Carlos Henrique Silva do Carmo e Ilírio José Rech, e tem o objetivo de investigar o efeito do período da pandemia de Covid-19 na prática de suavização intencional de resultados sobre o valor de mercado (VM) das empresas listadas na [B]3. Sobre os resultados encontrados, o período da pandemia de Covid-19 teve um efeito negativo no VM das empresas. No entanto, nesse período, a suavização intencional geral apresentou redução do seu impacto negativo, enquanto a suavização intencional por accruals teve o seu efeito negativo intensificado. Os resultados sugerem que a redução do nível de operações das empresas no período pandêmico afetou mais intensamente o efeito da prática de suavização geral e menos intensamente a suavização intencional de resultados sobre o valor das empresas.

O quarto artigo é escrito por Antonio Rodrigues Albuquerque Filho, Alessandra Carvalho de Vasconcelos e Editinete André da Rocha Garcia. Este artigo analisou a relação entre os ativos intangíveis e o disclosure de risco nas empresas financeiras listadas na B3. Os resultados demonstraram que há diferenças significantes no disclosure de risco financeiro, não financeiro e geral, entre as empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas. Adicionalmente, as estimações das regressões indicaram influência positiva dos ativos intangíveis no disclosure de risco das empresas. Os resultados indicam que a intangibilidade contribui para uma melhor transparência de informações sobre os riscos financeiros, não financeiros e geral nas empresas do setor financeiro listadas na B3, o que favorece a adoção de estratégias que visem maximizar o seu valor econômico.

O quinto artigo é escrito por Carolini Verdan Brandão, Vagner Antônio Marques, Laise Mascarenhas Ballarini e Patrícia Pain. O objetivo do artigo é analisar se empresas que reapresentaram as demonstrações financeiras sofreram alterações nos honorários e/ou mudança da firma de auditoria no ano subsequente ao evento. Como resultado, empresas que reapresentaram suas demonstrações financeiras pagaram honorários de auditoria mais elevados no ano subsequente e tiveram maior chance de troca de firma de auditoria.

O sexto artigo é escrito por Vanessa Rodrigues dos Santos Cardoso e Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto. Este estudo analisa a eventual relação entre a informatividade do ativo contábil e o risco sistemático das empresas brasileiras. A hipótese de pesquisa parte do pressuposto de que a percepção de risco dos investidores se reduz com fatores que restringem a sua incerteza, dentre eles, uma melhor qualidade da informação. Sobre os resultados, a informatividade do ativo mostrou-se relevante e negativamente associada ao risco sistemático das empresas brasileiras, sendo que a sua parte não discricionária apresentou efeito mais intenso sobre o risco sistemático do que a parte discricionária.

Por fim, conforme mostrado em seus objetivos, destaco que a REPeC não é uma publicação apenas ligada à educação, mas a várias áreas, quais sejam: financeira, gerencial, pública, auditoria, tributos, entre outras.

Sem mais, agradeço aos avaliadores, sempre prestativos, e a todos os pesquisadores que submeteram seus artigos à REPeC. Parabéns aos autores que tiveram os artigos aprovados, pois a demanda é alta e o caminho até a publicação final bastante árduo.

Muito obrigado, novamente, aos leitores. Espero que desfrutem desta nova edição. Tenham um ótimo ano de 2024, com muitas pesquisas de qualidade, novas submissões e, consequentemente, novas publicações.

Saudações acadêmicas.

Gerlando Lima, PhD.
Editor-Chefe.

Análise da relação entre os ativos intangíveis e o *disclosure* de risco de empresas financeiras da B3

Antonio Rodrigues Albuquerque Filho

<https://orcid.org/0000-0003-2108-3979>

Alessandra Carvalho de Vasconcelos

<https://orcid.org/0000-0002-6480-5620>

Editinete André da Rocha Garcia

<https://orcid.org/0000-0002-5782-9579>

Resumo

Objetivo: analisar a relação entre os ativos intangíveis e o *disclosure* de risco nas empresas financeiras listadas na B3.

Método: a amostra reuniu 78 empresas financeiras listadas na B3 e adotou como período de análise os anos de 2015 a 2019. A abordagem foi quantitativa e foram utilizados métodos da estatística descritiva, teste de diferença entre médias, correlação e regressão linear múltipla com dados em painel para análise dos dados.

Resultados: os resultados demonstraram que há diferenças significantes no *disclosure* de risco financeiro, não financeiro e geral, entre as empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas. Adicionalmente, as estimações das regressões indicaram influência positiva dos ativos intangíveis no *disclosure* de risco das empresas. Os resultados indicam que a intangibilidade contribui para uma melhor transparência de informações sobre os riscos financeiros, não financeiros e geral nas empresas do setor financeiro listadas na B3, o que favorece a adoção de estratégias que visem maximizar o seu valor econômico.

Contribuições: os achados da pesquisa contribuem com a ampliação das discussões sobre os temas ativos intangíveis e relato de risco. Ademais, gestores podem perceber como a representatividade e a estrutura dos intangíveis podem ser usadas como direcionadores de práticas associadas à divulgação de riscos aos *stakeholders* externos, bem como entender como gerenciá-los de forma a criar e manter o valor econômico das empresas.

Palavras-chave: Ativos intangíveis; Disclosure de risco; Setor financeiro.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 20/3/2023. Pedido de revisão em 27/7/2023. Rodada 2: Resubmetido em 27/7/2023. Pedido de revisão em 28/8/2023. Rodada 3: Resubmetido em 4/9/2023. Pedido de revisão: 9/10/2023. Rodada 4: Recebido em 15/10/2023. Pedido de revisão em 3/11/2023. Resubmetido em 8/11/2023. Aceito em 21/12/2023 por Renato Henrique Gurgel Mota, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Os ativos intangíveis figuram em importantes discussões do ambiente empresarial e vêm sendo destaque entre a comunidade acadêmica (Albuquerque Filho, Macedo, Moura, Fank & Heberle, 2019; Gharbi, Sahut & Teulon, 2014; Kayo, 2002; Lev, 2001; Perez & Famá, 2006). Tais ativos são identificados como ativos de conhecimento (Lev, 2001; Lev 2019; Moura, Dalchiavon, Scheren & Zanin, 2018; Sveiby, 1997), ativos invisíveis (Sveiby, 1997), capital intelectual ou *goodwill* (Stewart, 1997). A evidência dada a esses ativos é motivada pela combinação de fenômenos, tais como o avanço da tecnologia da informação e a intensificação da competição presentes nos negócios (Albuquerque Filho *et al.*, 2019).

Os ativos intangíveis são singulares e possuem características únicas que permitem a diferenciação entre as empresas e a obtenção de vantagem competitiva (Santos, 2015). Sob esse prisma, conjectura-se que (i) existe uma relação entre os intangíveis e a geração de riqueza (Moura *et al.*, 2018) e (ii) empresas caracterizadas como intangível-intensivas tendem a criar mais valor aos acionistas do que as tangível-intensivas (Perez & Famá, 2006). Empresas intangível-intensivas são organizações que usam predominantemente os ativos intangíveis, o que resulta em maiores lucros e valorização no mercado de capitais (Stewart, 1997).

Isto posto, os ativos intangíveis são importantes para o ingresso nos negócios e para a manutenção da posição competitiva das empresas (Kayo, 2002; Nagaraja & Vinay, 2016). Conforme Albuquerque Filho *et al.* (2019) e Moura *et al.* (2018), importantes fatores de competitividade, como o investimento no capital humano e em pesquisa e desenvolvimento (P&D), são os principais direcionadores de mudança nos negócios.

Apesar das vantagens apresentadas pela detenção de ativos intangíveis, Higgins (2013) considera que empresas intangível-intensivas demandam atenção especial, uma vez que as informações relacionadas a esses ativos envolvem procedimentos mais complexos de reconhecimento, mensuração, evidenciação e avaliação. Hendriksen e Van Breda (2007) afirmam que uma das principais características dos intangíveis é o alto grau de incerteza do valor dos benefícios que serão gerados. Em decorrência dessas incertezas, as empresas que investem intensivamente nesses ativos, tendem a apresentar perfil de risco superior em relação ao das demais empresas (Kayo & Famá, 2004; Santos & Coelho, 2018). Isso significa que, embora tais ativos proporcionem vantagens competitivas, aumento da produtividade e criação de valor para suas possuidoras, também trazem dúvidas quanto à sustentação desses resultados, na medida em que possuem um alto grau de subjetividade envolvido em sua identificação e mensuração (Albuquerque Filho, Garcia, Vasconcelos, & Lima, 2021).

Assim, os investimentos em ativos intangíveis também estão sujeitos a vários riscos que afetam o desempenho do negócio, e a literatura apresenta alguns resultados para a relação entre os construtos intangíveis e riscos corporativos. O estudo Jia (2018) examinou o relacionamento entre a estratégia de inovação corporativa (intangíveis) e o risco de queda de preços das ações em empresas americanas. Wu e Lai (2020) avaliaram a relação entre intensidade intangível e risco de queda do preço das ações para empresas listadas nas bolsas de valores dos EUA e apontaram uma relação positiva entre os recursos intangíveis e o risco. Conquanto Ben-Nasr, Bouslimi e Zhong (2021) analisaram se as inovações patenteadas reduzem o risco de queda do preço das ações de empresas americanas e Lev, Radhakrishnan e Ciftc (2006) examinaram os benefícios futuros, a variabilidade dos lucros e a volatilidade das ações das empresas líderes em P&D e constataram uma relação negativa entre tais intangíveis e o risco.

Tais divergências nos resultados aludidos corroboram pesquisas que indicam que as empresas, ao reconhecerem e divulgarem intangíveis em seus relatórios financeiros, como o balanço patrimonial (representatividade) e as notas explicativas (estrutura), fornecem aos investidores maiores possibilidades avaliativas quanto a índices de risco e de rentabilidade dos seus investimentos (Al-Hadi, Hasan & Habib, 2016; Santos & Coelho, 2018). Por conseguinte, o relato das empresas sobre investimentos estratégicos com certo grau de complexidade e incerteza apoia investidores na mensuração de riscos e na atribuição do valor de mercado (Abdullah, Shukor & Rahmat, 2017). E, ainda, empresas que evidenciam de forma adequada e suficiente suas informações sobre riscos, tendem a transparecer maiores níveis de confiança (Leite, Nunes, Assis, Adriano & Fonseca, 2016).

Em decorrência desse cenário, o *disclosure* de risco se tornou importante para o mercado de capitais, sobretudo nos dias atuais (Dey, Hossain & Rezae, 2018), para a redução da assimetria de informação, por envolver informações financeiras e não financeiras que a organização proporciona quanto às análises de risco evidenciadas em seus relatórios institucionais (Miihkinen, 2012).

Dificuldades envolvidas na mensuração e evidenciação dos ativos intangíveis, assim como as características do mercado acionário brasileiro elencadas por Perez e Famá (2006), como a alta volatilidade, problemas de liquidez e excessiva concentração de propriedade, motivam o estudo destes ativos visando entender como as empresas vêm relatando os riscos corporativos. Ademais, os estudos nacionais sobre ativos intangíveis, apesar de muito frequentes para diversos setores econômicos, geralmente excluem as empresas financeiras devido as suas características peculiares (Moura, Varela & Beuren, 2014).

De fato, em empresas não financeiras, as temáticas ativos intangíveis e *disclosure* de riscos já são amplamente estudadas. Para o avanço da literatura empírica aplicada às empresas financeiras, nesta pesquisa, a análise dos ativos intangíveis contempla a sua estrutura e a sua representatividade, em virtude do *disclosure* de risco financeiro, não financeiro e geral.

Nesse âmbito, este estudo analisa a relação entre os ativos intangíveis e o *disclosure* de risco nas empresas financeiras listadas na B3. Para tanto, os ativos intangíveis das 78 companhias foram analisados a partir da abordagem estrutural e de representatividade e a análise do *disclosure* de risco contemplou a seção 4 – Fatores de risco dos formulários de referência. Para a análise dos dados do quinquênio 2015-2019, aplicaram-se a estatística descritiva, o teste de diferenças entre médias, a análise de correlação e a regressão linear múltipla com dados em painel.

Embora as áreas de estudo ativos intangíveis e *disclosure* de risco estejam relativamente maduras, justifica-se a pesquisa pelo fato de ainda permanecerem lacunas quando analisadas de forma associada, sobretudo quando delimitadas às organizações financeiras, pois em virtude das suas regulamentações e particularidades específicas são frequentemente excluídas (Kayo, 2002). Além disso, Al-Hadi *et al.* (2016) destacam que o *disclosure* de risco é relevante para a empresa, na medida em que essas informações são vistas como instrumentos preponderantes na contenção de crises bancárias. Nesse íterim, a transparência de informações no sistema financeiro é essencial para o processo de tomada de decisões econômicas, uma vez que a atividade de intermediação das instituições financeiras exige um certo grau de confiança nestas, por parte de seus *stakeholders* (Dantas, Rodrigues, Rodrigues & Capelletto, 2010). A transparência das empresas financeiras compreende a divulgação de informações tempestivas que auxiliem os seus usuários avaliarem o perfil de risco, as condições financeiras e práticas de gerenciamento de riscos do negócio (Torres & Galdi, 2013). Aliado a isso, destaque-se também a importância dos ativos intangíveis na recuperação da queda no valor de mercado durante crises (Barajas, Shakina & Fernández-Jardón, 2017; Shakina & Barajas, 2015).

A pesquisa contribui, ainda, com a ampliação das discussões que envolvem os temas em questão e fornece evidências empíricas que auxiliem na tomada de decisão de gestores financeiros, investidores e órgãos reguladores do mercado. Considerando que as empresas financeiras tendem a assumir mais riscos em virtude da intensa competitividade do setor, o estudo sinaliza aos gestores a necessidade de estarem atentos às melhores práticas de mercado e ao aprimoramento de processos para a tempestiva e adequada identificação dos riscos corporativos como forma de minimizar perdas, ratificando a afirmação de que a gestão de riscos nas instituições financeiras é um tema de investigação atual (Alves & Matias, 2014).

2. Revisão de Literatura

2.1 Ativos Intangíveis

Os intangíveis têm se tornado ativos importantes no cenário organizacional (Kayo, 2002). Kaplan e Norton (1997) ressaltam que a criação de valor das empresas migra da gestão dos ativos tangíveis para estratégias pautadas na gestão do conhecimento, e exploram os ativos intangíveis. Nesse sentido, Stewart (1997) explica que grandes empresas não se tornaram poderosas apenas pela acumulação de capital superior aos seus concorrentes, mas também por possuírem ativos intangíveis mais valiosos que os ativos tangíveis, o que confere a si a vantagem competitiva.

Apesar de alguns autores atribuírem à inexistência física a relevância das suas definições para ativos intangíveis, Hendriksen e Van Breda (2007) denotam que essa não é uma característica base para se diferenciar ativos tangíveis e intangíveis. Os autores ainda ensinam que, quando preenchidos os requisitos de definição, reconhecimento e mensuração, os ativos intangíveis devem ser reconhecidos nas demonstrações contábeis. Já para Higgins (2013), as empresas que possuem ativos intangíveis exigem uma atenção especial quanto aos procedimentos de reconhecimento, mensuração e evidenciação, pois são mais complexas. Os intangíveis gerados internamente, por exemplo, apesar de não contabilizados, são valorados pelo mercado, ao passo que os ativos intangíveis adquiridos, por serem identificados, são apresentados no balanço patrimonial da empresa (Machado, 2023).

No Brasil, a obrigatoriedade do registro desses bens no ativo não circulante do balanço patrimonial foi instituída através da Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que alterou e revogou dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Posteriormente, com base na IAS 38 (2004), o CPC 04 estabeleceu critérios para o reconhecimento e mensuração desses ativos (CPC, 2008, 2010). Com base normativa, nem todos os itens incorpóreos podem ser registrados como intangíveis, pois devem cumprir os requisitos necessários ao seu reconhecimento e à sua mensuração.

No que tange à estrutura, diversos autores propuseram, de forma independente dos dispostos normativos, classificações para a identificação dos ativos intangíveis (Brooking, 1996; Edvinsson & Malone, 1998; Kaplan & Norton, 1997; Kayo, 2002; Lev, 2001; Stewart, 1997; Sveiby, 1997). Cabe destacar que não há um consenso sobre qual classificação é a mais adequada, pois cada autor se baseia em um conjunto de características que são pertinentes para facilitar a compreensão acerca do estudo da intangibilidade dos ativos. Portanto, devido à variabilidade de abordagens sobre o tema, e também por conveniência, este estudo adota a classificação de Kayo (2002), que divide os ativos intangíveis de acordo com características em comum: ativos humanos, ativos de inovação, ativos estruturais e ativos de relacionamento (com públicos estratégicos). Dentre diversos estudos que se utilizam dessa classificação, destacam-se os de Groff, Marschner e Sané (2013), Kayo e Famá (2004), Lin e Tang (2009), Machado e Famá (2011), Santos (2015) e Santos, Calíope e Silva Filho (2016).

Da mesma forma que a classificação, a representatividade dos ativos intangíveis tem sido foco de algumas investigações acadêmicas (Leite & Pinheiro, 2014; Mantovani & Santos, 2014; Moura, Fank & Varela, 2012; Moura, Theiss & Cunha, 2014). A representatividade (proporção) dos ativos intangíveis tem sido investigada em relação a diversos grupos da estrutura patrimonial, como, por exemplo, Ativo Não Circulante e Ativo Total (Mantovani & Santos, 2014).

Quanto à representatividade, Moura *et al.* (2018) chamam a atenção para o aumento do investimento em intangíveis, e confere a estes ativos maior destaque e representatividade no ativo total. Na opinião de Edvinsson e Malone (1998), a intangibilidade é o que preenche a lacuna entre o valor contábil e o seu valor de mercado, sendo composta pela posse do conhecimento, experiência aplicada, tecnologia, relacionamento com clientes e habilidades profissionais, o que proporciona à empresa vantagem competitiva (Chiarello, Marassi & Klann, 2015).

Albuquerque Filho *et al.* (2019) evidenciam que o grau da intangibilidade impacta positivamente o retorno sobre o patrimônio líquido. Desse modo, as empresas intangível-intensivas (predominantes em ativos intangíveis) são mais rentáveis do que as tangível-intensivas. Kayo e Famá (2004) observam que o tamanho e o valor de mercado da empresa contribuem para o aumento ou a redução da probabilidade de esta ser intangível-intensiva.

Contudo, Mansfield e Wagner (1975) advertem que, comparados aos investimentos em ativos tangíveis, os intangíveis têm uma probabilidade maior ao fracasso, e, conseqüentemente, acabam trazendo maiores riscos ao negócio (Ben-Nasr, Bouslimi & Zhong, 2021; Giuliani, 2013; Wu & Lai, 2020). Isso decorre, por exemplo, do fato de investimentos em P&D proporcionarem diferentes tipos de riscos corporativos (Gharbi *et al.*, 2014). Conforme os autores, esses riscos são causados pela possibilidade de falha do produto, risco sistemático, variabilidade dos lucros, risco da propriedade intelectual e volatilidade do retorno das ações. Ainda assim, é sabido que empresas intangível-intensivas tendem a possuir baixos níveis de endividamento, uma vez que são forçadas frequentemente a financiar seus intangíveis com recursos internos (Santos, 2015).

Ademais, os riscos gerados pelos ativos intangíveis podem ser oriundos de seu desenvolvimento interno, que ocorre de forma tardia e instável, mas também por possuírem altos custos de aquisição e gerenciamento (Perez & Famá, 2006). Alguns intangíveis, como o direito de propriedade, podem ser roubados, manipulados ou copiados (Lev, 2001). Aliás, intangíveis como base de clientes, relacionamentos, logística ou canais de distribuição possuem altos riscos, uma vez que estão a serviço da empresa, mas não pertencem a ela (Perez & Famá, 2015).

Percebe-se, portanto, a relevância dos riscos relacionados a esses ativos no cenário empresarial e acadêmico. Dada essa relevância, a divulgação dos riscos relacionados a estes ativos é um fator de redução de assimetria informacional entre gestores, investidores e demais interessados (Moura *et al.*, 2018).

2.2 *Disclosure* de Risco

Ainda que não exista um consenso em relatórios e estudos para o termo risco (Samson, Reneke & Wiecek, 2009), diversos são os entendimentos introduzidos e aceitos por autores das temáticas organizacionais. Renn (1992) expõe que o risco é a probabilidade de que um estado indesejável da realidade possa advir decorrente da ação humana ou por eventos naturais. O termo risco empregado neste artigo vai ao encontro do proposto por Linsley e Shrives (2006). A definição dada por esses autores identifica o risco como qualquer oportunidade ou ameaça, dano, perigo ou exposição que venha a afetar o negócio no futuro ou que já o tenha impactado. Em decorrência, se justifica o crescente interesse dos *stakeholders* por informações a respeito da gestão dos riscos das organizações (Zonatto & Beuren, 2010).

Miihkinen (2012) afirma que o *disclosure* de risco envolve todas as informações que a organização proporciona quanto às análises de riscos apresentadas em seus relatórios institucionais. Por sua vez, Kim e Yasuda (2018) entendem que o *disclosure* de risco deve conter informações capazes de afetar as decisões de investidores, o que inclui em seus relatos todos os fatores que influenciam a *performance* futura da empresa.

Santos e Coelho (2018) afirmam que o relato da gestão de riscos maximiza as chances de sucesso do negócio pois subsidia as decisões de investimento de *shareholders*. Por outro lado, o *disclosure* é fundamental para a avaliação da capacidade dos gestores em lidar com a volatilidade dos mercados, com a incerteza e sua influência no desempenho da companhia (Dobler, Lajili & Zéghal, 2011).

Especificamente nas empresas financeiras, Al-Hadi *et al.* (2016) elucidam que o *disclosure* de risco de mercado é de extrema importância, uma vez que essas informações são vistas como importantes instrumentos de contenção de crises bancárias. Segundo Zonatto e Beuren (2010), o risco de mercado pode ser representado por taxas de juros, taxas de câmbio, preços de ações e de *commodities*, portanto, perdas em decorrência de oscilações em variáveis econômico-financeiras.

Neste artigo, admite-se que a gestão do risco comporta o relato de risco, e gera efeitos como a redução da assimetria de informações entre gestores e investidores (Santos & Coelho, 2018), com vistas à redução do custo de captação das empresas (Dey *et al.*, 2018).

O *disclosure* de informações ocorre de forma voluntária ou compulsória, esta última decorrente de regulamentação que ordena os requisitos mínimos para evidenciação de informações, por exemplo, de risco (Elshandidy & Neri, 2015). Apesar disso, ainda que haja tais dispositivos, observa-se que algumas empresas preferem evitar a divulgação de informações desfavoráveis, suprimindo-as deliberadamente (Polinsky & Shavell, 2012).

Com o objetivo de atingir maior grau de proteção aos investidores quanto à transparência de informações sobre riscos, no cenário internacional, uma dessas medidas foi a promulgação da Lei Sarbanes-Oxley (Sox) nos Estados Unidos, que resultou, inclusive, na adoção do modelo de gestão de riscos do *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission* (Coso). No entanto, quando se considera os países emergentes, o *disclosure* voluntário é mais crítico, uma vez que nesses mercados existem regulamentações menos rígidas e empresas com maior concentração de propriedade (Lanzana, 2004).

Nesta pesquisa, admite-se, para a avaliação do *disclosure* de risco, a pontuação das empresas financeiras resultante do somatório da divulgação dos fatores de risco presentes no *checklist* estruturado com base nos estudos de Linsley e Shrivess (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), a ser descrito na metodologia.

2.3 Desenvolvimento da Hipótese

Os estudos sobre ativos intangíveis analisaram sua relação com diversas variáveis, tais como: endividamento e nível de risco (Kayo, 2002), governança corporativa (Moura *et al.*, 2014), responsabilidade social corporativa, inovação (Santos, Silva, Gallon & De Luca, 2012) e desempenho empresarial (Nagaraja & Vinay, 2016).

Nagaraja e Vinay (2016) investigaram a relação entre ativos intangíveis, desempenho financeiro e políticas financeiras de empresas indianas. Os autores constataram que ativos intangíveis influenciam positivamente o desempenho financeiro e o valor da empresa. Por outro lado, o mesmo fato não foi observado em relação às políticas financeiras.

Moura *et al.* (2014) analisaram balanços patrimoniais, notas explicativas e relatórios de gestão de 2009 de 260 empresas da BM&FBovespa e constataram que (i) o índice médio de conformidade de evidenciação baseado no CPC 04 foi de 75%; e (ii) as empresas com maior intangibilidade e melhores práticas de governança são as que apresentam maiores índices de conformidade de *disclosure* obrigatório.

Elshandidy e Neri (2015) estudaram comparativamente as empresas não financeiras do Reino Unido (290) e da Itália (88) e constataram que as práticas de governança têm papel significativo nos altos níveis de *disclosure* de riscos nos relatórios anuais das empresas do Reino Unido. Quanto às empresas italianas, os autores averiguaram que a governança as motivou a fornecer mais informações de forma obrigatória.

Por outro lado, Dey *et al.* (2018) consideram que, apesar das regulamentações que obrigam a sua divulgação, as empresas ainda não realizam o *disclosure* das informações de risco de forma consistente e uniforme. Os achados dos autores ocorreram por meio do estudo de 48 empresas industriais de Bangladesh no período de 2010 a 2015.

Ainda sob o contexto de empresas de diversos setores de atuação, sobre o relacionamento entre ativos intangíveis e risco, Giuliani (2013) afirma que os ativos intangíveis trazem risco, e que as empresas são limitadas pelo investimento estratégico de longo prazo. Significa dizer que as empresas intangível-intensivas podem se beneficiar (ou falhar) de seus ativos estratégicos em momentos de dificuldade quando os recursos são limitados (Barajas *et al.*, 2017). Dessa forma, a intangibilidade da empresa tem sido tratada como um construto formado por dimensões múltiplas, com diferentes efeitos sobre o risco (Brasil, Sampaio & Perin, 2008).

Gharbi *et al.* (2014) ensinam que a incerteza dos investimentos em ativos intangíveis, especialmente relacionados a P&D, é substancialmente maior do que a incerteza dos investimentos em ativos tangíveis. Segundo esses autores, os investimentos em P&D desenvolvem muitos tipos de risco, como, por exemplo, o risco de falha do produto, a variabilidade dos lucros, o risco sistemático, o risco da propriedade intelectual das empresas e a volatilidade do retorno das ações. Dessa forma, o nível de assimetria de informações em empresa intangível-intensiva geralmente é alto, devido à complexidade e à tecnicidade da inovação (Gharbi *et al.*, 2014).

Percebe-se, portanto, que a utilização de ativos intangíveis sugere maior incerteza do negócio, já que pelas características desse tipo de recurso, elevam o potencial de ganho, mas aumentam o risco do negócio. Assim, como esses ativos são mais “subjetivos”, as empresas intangível-intensivas podem apresentar maior risco e maior *disclosure* de risco, conjectura que representa a relação central a ser investigada neste artigo, mediante aplicação em empresas do setor financeiro da B3. Conforme comenta Fernandes (2012), a divulgação das informações sobre os efeitos da atividade operacional da empresa tende a reduzir a assimetria de informação entre gestor e *stakeholders*, fato que pode ajudar a mitigar os riscos corporativos.

Outrossim, denota-se que a abordagem das temáticas intangíveis e *disclosure* de risco no contexto das empresas financeiras foi pouco explorada em pesquisas prévias, especialmente quando tratadas conjuntamente. De toda forma, sabe-se que os investimentos em intangíveis apresentam características específicas – como a incerteza, a intangibilidade e a difícil apropriação –, aliadas com as falhas de mercado – como assimetria informacional, risco moral e indivisibilidade –, fazendo com que as atividades que consomem esses recursos se tornem arriscadas, onerosas e menos acessíveis (O’Brien, 2003).

Chiarello *et al.* (2015) avaliaram o nível de *disclosure* de informações relacionadas aos ativos intangíveis em empresas financeiras da BM&FBovespa no triênio 2010-2012. Os resultados evidenciam que o setor financeiro realiza baixos níveis de evidenciação de ativos intangíveis e que empresas maiores apresentam maiores índices de *disclosure* desses ativos, pois a elas são demandadas maiores exigências normativas ou porque buscam reduzir o custo de capital atraindo investidores.

Zonatto, Sousa e Fernandes (2015) analisaram o nível de *disclosure* de risco de mercado de 24 instituições financeiras da BM&FBovespa e constataram que não existem diferenças significativas quanto a essa evidenciação entre bancos listados em diferentes níveis de governança. Os resultados mostram que as práticas de divulgação das empresas financeiras não são padronizadas, eles ressaltam a possibilidade da seleção de informações para a divulgação e divergem de estudos promovidos por outros autores.

Por meio da análise dos relatórios anuais das empresas financeiras listadas no mercado de ações “A” de Shanghai no período 2013-2015, Elshandidy, Neri e Guo (2018) examinaram os principais fatores para a qualidade do *disclosure* de riscos e verificaram que o tamanho da empresa é o fator mais significativo, enquanto a estrutura de capital e risco da firma não interferem na qualidade do *disclosure* de risco.

Li, Li, Liu e Zhu (2018) analisaram as tendências e o mecanismo evolutivo do *disclosure* de risco nos relatórios anuais das empresas financeiras no período de 2006 a 2016. O estudo demonstrou que as tendências gerais dos atributos do *disclosure* de risco podem ser explicadas pelas mudanças nas características das empresas.

Mais recentemente, Souza, Santos e Gordiano (2022) investigaram a relação entre os ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro em uma amostra de empresas financeiras no ano de 2018. Os achados demonstraram que os ativos intangíveis influenciam positivamente o desempenho econômico-financeiro das empresas do setor financeiro.

Assim, com base nos argumentos da literatura mais voltados, em geral, para empresas não financeiras, propõe-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: A intangibilidade dos ativos influencia o *disclosure* de risco nas empresas financeiras listadas na bolsa de valores brasileira.

3. Procedimentos Metodológicos

A população do estudo reúne as 83 empresas do setor financeiro listadas na B3 em 18/12/2020. Cabe informar que os demonstrativos financeiros de cinco empresas que não estavam disponíveis no *website* da B3, sendo as empresas excluídas. Assim, utilizou-se dados de 78 empresas, no quinquênio 2015-2019. A identificação das empresas financeiras foi realizada seguindo a classificação da B3, cujos critérios de agrupamento abrangem a análise dos serviços ou produtos que mais contribuem na formação das receitas dessas companhias. A Tabela 1 retrata a amostra final, composta de 78 empresas.

Tabela 1

Segmentação das empresas classificadas no setor financeiro da B3

Subsetor	Segmento	Empresas	
		Quantidade	Percentual (%)
Intermediários financeiros	Bancos	23	29
Securitizadoras de recebíveis	Securitizadoras de recebíveis	16	20
Exploração de imóveis	Exploração de imóveis	13	17
Previdência e seguros	Seguradoras	6	7
Serviços financeiros diversos	Gestão de recursos e investimentos	5	6
Holdings diversificadas	Holdings diversificadas	3	4
Intermediários financeiros	Soc. arrendamento mercantil	3	4
Intermediários financeiros	Soc. crédito e financiamento	3	4
Exploração de imóveis	Intermediação imobiliária	2	3
Previdência e seguros	Corretoras de seguros	2	3
Serviços financeiros diversos	Serviços financeiros diversos	2	3

Fonte: elaborada pelos autores.

A partir das informações da Tabela 1, denota-se que os bancos (29%), as securitizadoras de recebíveis (20%) e as empresas de exploração de imóveis (17%) representam, em conjunto, 66% da amostra de empresas financeiras da pesquisa.

A etapa seguinte consistiu em analisar o ativo intangível evidenciado pelas companhias no balanço patrimonial e nas notas explicativas, realizando abordagens quanto à representatividade e estrutura destes ativos, respectivamente. A primeira abordagem (representatividade) objetivou evidenciar a participação do grupo ativos intangíveis em relação ao ativo total e ao ativo não circulante de cada firma, o que permitiu mensurar sua relevância patrimonial (Albuquerque Filho *et al.*, 2019; Moura *et al.*, 2014; Nagaraja & Vinay, 2016). A segunda abordagem (estrutural) analisou a composição dos ativos intangíveis que faz parte da estrutura patrimonial, seguindo a classificação de Kayo (2002) e Santos (2015) a saber: ativos de inovação, ativos estruturais e ativos de relacionamento.

Para avaliação do *disclosure* de risco, aplicou-se uma abordagem qualitativa na análise documental dos relatórios, técnica aplicada de forma concomitante por dois pesquisadores, e, na sequência, revisada por outros dois autores simultaneamente. A análise documental esteve focada na seção de risco dos relatórios (Beattie, McInnes & Fearnley, 2004). Análogo ao realizado por Almendra, Vasconcelos, Silva e De Luca (2018), as observações realizadas nas empresas foram apuradas junto ao formulário de referência, seção 4 – Fatores de risco. Para a mensuração das informações expostas pelas empresas na seção de risco, utilizou-se a escala de Van Staden e Hooks (2007) (Tabela 2).

Tabela 2

Escala de mensuração do nível de *disclosure*

Pontuação	Descrição
0	Não há comentário sobre o fator de risco ou há a informação de que a empresa não está sujeita a esse fator
1	Informação qualitativa com breve menção. Apenas detalhes em termos descritivos
2	Informação qualitativa com explicação das fontes de risco. Evidenciação de políticas de risco
3	Informação quantitativa com breve menção. Apenas detalhes em termos monetários ou de quantidades físicas reais
4	Informações quantitativas com identificação das fontes de risco. Evidenciação de políticas, impacto e/ou probabilidade de risco

Fonte: elaborada pelos autores, com base em Van Staden e Hooks (2007).

Desse modo, a métrica varia de 0 a 4 pontos, sendo que, quanto maior esta pontuação, maior será o nível de *disclosure* de risco. Ademais, o *checklist* para mensuração do nível do *disclosure* de risco foi elaborado a partir das contribuições de Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim *et al.* (2013), em que, a partir dele, identificam-se duas categorias de risco que abarcam os fatores de riscos corporativos: financeiro e não financeiro. Outras cinco subcategorias de risco são consideradas, a saber: financeiro, operacional, estratégico, de dano e de integridade. Portanto, listam-se 38 fatores de risco, distribuídos nas cinco subcategorias, de modo que o índice de *disclosure* de risco pode alcançar a pontuação total/máxima de 152 pontos, sendo 28 pontos de *disclosure* de risco financeiro e 124 pontos de *disclosure* de risco não financeiro (Tabela 3).

Tabela 3

Categorias, subcategorias e fatores de risco

Categoria: Disclosure de risco financeiro	
Subcategoria	Fator de risco
Risco financeiro	Mudanças nas taxas de juros Mudanças súbitas nas taxas de câmbio Risco de capital de giro insuficiente (liquidez) Risco de não receber pagamentos (crédito / inadimplência) Mudanças repentinas na cotação das ações Alterações nos preços e na cobertura de instrumentos financeiros Volatilidade dos preços das commodities Escore total máximo da subcategoria: 28 pontos
Categoria: Disclosure de risco não-financeiro	
Subcategoria	Fator de risco
Risco operacional	Efeitos do marketing negativo (boicote do cliente) Reclamações de terceiros Indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de insumos Riscos no processo de produção e desenvolvimento de produtos Risco de violação de direitos de propriedade industrial e/ou problemas com sua proteção Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético Risco de dependência e/ou indisponibilidade de recursos humanos Risco de danos sociais e ambientais Risco de redução de receita e/ou de desconto significativo devido à obsolescência do estoque Risco de erosão de marcas Risco de saúde e segurança no ambiente de trabalho Escore total máximo da subcategoria: 44 pontos
Risco de dano	Risco de cobertura insuficiente de seguro Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas) Escore total máximo da subcategoria: 8 pontos
Risco de integridade	Ações fraudulentas internas ou externas Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios Escore total máximo da subcategoria: 12 pontos
Risco estratégico	Elevado nível de competitividade e risco de concorrência desleal Risco de mudanças específicas do setor Ocorrência de instabilidades geopolíticas Risco de mudanças regulatórias Risco de mudanças políticas, com possibilidade de mudanças na legislação tributária Risco de mudanças econômicas Alterações na taxa de inflação Risco de ocorrência de desastres naturais que afetem o ambiente de negócios Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores Mudanças nas preferências dos clientes Risco de perda do controle sobre os clientes e/ou risco de dependência dos clientes Riscos associados ao lançamento de novos produtos Riscos associados à preparação e execução de fusões e aquisições Obrigação soberana de risco político Riscos associados à diversificação do portfólio de negócios Escore total máximo da subcategoria: 60 pontos

 Fonte: elaborada pelos autores, com base em Linsley e Shrivies (2006), Miihkinen (2012) e Ntim *et al.* (2013).

Ademais, com base na literatura especializada, o estudo adotou como variáveis de controle: o tamanho da empresa (TAM), tendo em vista que as empresas de grande porte são propensas a assumirem maiores níveis de risco devido à sua disponibilidade de capital (Rengel, Sousa, Monteiro & Meurer, 2020); o endividamento (END), por estar associado ao risco da empresa, na medida em que atua como um fator de transmissão de informações sobre os riscos do negócios (Nascimento, Angotti, Macedo & Bortolon, 2018); e o retorno sobre o ativo (ROA), que, segundo Shahzad, Fareed, Wang e Shah (2020), quanto maior do desempenho da empresa, maior o risco percebido associado à empresa.

Aplicaram-se técnicas de estatística descritiva, teste de diferenças entre médias, análise de correlação e regressão linear múltipla com dados em painel. Para a realização dos testes de regressão linear, observou-se o atendimento a pressupostos básicos como normalidade dos resíduos, homocedasticidade e multicolinearidade.

Com a realização do teste de diferenças entre médias, buscou-se verificar possíveis diferenças significantes no *disclosure* de risco (financeiro, não financeiro e geral) entre empresas intangível-intensivas (G1) e tangível-intensivas (G2). Os dois grupos foram criados para representação das empresas: o G1, com empresas que possuem valores igual ou acima da mediana das variáveis dos intangíveis quanto à sua representatividade; e o G2, que reúne as empresas que possuem valores abaixo da mediana das variáveis dos intangíveis de representatividade (Oliveira, Schossler, Campus & Luce, 2014; Perez & Famá, 2006). Ressalta-se que a classificação das empresas nesses dois grupos (G1 e G2) também foi considerada na consecução das estatísticas descritivas e regressões que envolvem os ativos intangíveis quanto à sua representatividade para a obtenção de resultados mais robustos. Nesse sentido, em cada modelo que envolve as variáveis dos ativos intangíveis de representatividade (INTANG_AT - quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC - quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; e NI - média das *proxies* de intangibilidade em relação a sua representatividade), foi incluída a variável *dummy* (G1 e G2) (Carlos & Angelo, 2019; Magro, Silva, Padilha, & Klann, 2017) para verificar se o grupo de empresas intangível-intensivas influencia a divulgação de riscos financeiro, não financeiro e geral. Os testes foram realizados com auxílio do *software STATA* versão 13.

A Tabela 4 sintetiza as variáveis analisadas na pesquisa.

Tabela 4

Variáveis dependentes, independentes e de controle

	Variável	Descrição	Fontes de referência
Dependente	Disclosure de risco	DF - disclosure de risco financeiro	Chiarello, Marassi e Klann (2015) Elshandidy <i>et al.</i> (2018) Zonatto <i>et al.</i> (2015)
		DNF - disclosure de risco não financeiro	
		DG - disclosure de risco geral	
Independente	Intangibilidade (Representatividade)	INTANG_AT - quociente entre ativos intangíveis e ativo total	Albuquerque Filho <i>et al.</i> (2019) Moura <i>et al.</i> (2014) Nagaraja e Vinay (2016)
		INTANG_NC - quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante	
		NI - média das proxies de intangibilidade em relação a sua representatividade	
	Intangibilidade (Estrutura)	Ativos de relacionamento - proporção em relação ao total do ativo intangível	Kayo (2002) Santos (2015)
Ativos de inovação - proporção em relação ao total do ativo intangível			
Ativos estruturais - proporção em relação ao total do ativo intangível			
Controle		TAM - tamanho da empresa - Ln do ativo total	Albuquerque Filho <i>et al.</i> (2019) Kayo (2002) Moura <i>et al.</i> (2014) Nagaraja e Vinay (2016) Rengel <i>et al.</i> (2020) Shahzad <i>et al.</i> (2020)
		END - endividamento da empresa - quociente entre passivo exigível e ativo total	
		ROA - retorno sobre os ativos - quociente entre lucro líquido e ativo total	
		Dummy (G1, G2) - assume valor igual a 1 para as empresas intangível-intensivas quanto representatividade (G1) e 0 para as empresas tangível-intensivas (G2)	

Fonte: elaborada pelos autores.

Os modelos econométricos deste estudo são definidos da seguinte forma:

$$\begin{aligned}
 \text{Disclosure de risco} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Intangibilidade}_{i,t} (\text{representatividade}) + \beta_2 \text{TAM}_{i,t} \\
 & + \beta_3 \text{END}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \text{Dummy} (G1, G2) \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{Equação 1}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Disclosure de risco} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Intangibilidade}_{i,t} (\text{estrutura}) + \beta_2 \text{TAM}_{i,t} + \\
 & \beta_3 \text{END}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{Equação 2}$$

Como os modelos foram testados utilizando a técnica da regressão linear com dados em painel, a aplicação dos modelos de painéis de efeitos fixos (F), aleatórios (A) ou *pooled OLS* (P) se deu por meio da aplicação dos testes de Hausman, Breush-Pagan e teste F para efeitos individuais. Em cada modelo, foi utilizado o tipo de efeito mais adequado, conforme os resultados dos testes.

4. Resultados

A Tabela 5 apresenta a análise descritiva do *disclosure* de risco e da representatividade e estrutura dos ativos intangíveis das empresas no quinquênio 2015-2019.

Tabela 5

Análise descritiva das variáveis

Variável	Nº de observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
DF	390	0	26	9,35	6,324
DNF	390	0	53	22,30	13,009
DG	390	0	73	31,65	17,991
INTANG_AT	390	0	0,7967	0,4618	0,1507
INTANG_NC	390	0	0,6102	0,2071	0,7271
NI	390	0	0,3122	0,1279	0,4227
Ativos de relacionamento	116	0	0,7257	0,1951	0,4043
Ativos de inovação	73	138	0,6947	0,2037	0,5566
Ativos estruturais	126	22	0,6810	0,2570	0,5080

Legenda: DF – *disclosure* de risco financeiro; DNF – *disclosure* de risco não financeiro; DG – *disclosure* de risco geral; INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das *proxies* de intangibilidade em relação à sua representatividade; Ativos de relacionamento – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos de inovação – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos estruturais – proporção em relação ao total do ativo intangível.

Fonte: elaborada pelos autores.

Verifica-se que as empresas registraram uma média de *disclosure* de risco geral de 31,65 pontos (20,8%), sendo que há empresas que não registraram nenhum fator de risco, ao passo que há empresas que registraram um máximo de 73 pontos (48,0%), de uma pontuação máxima de 152 pontos. Ressalta-se que há uma discrepância no *disclosure* de risco geral entre as empresas e que há empresas com um máximo de 26 pontos de *disclosure* de risco financeiro (92,9% do total) e de 73 pontos de *disclosure* de risco não financeiro (58,9%).

Esse achado corrobora Almendra *et al.* (2018) e Polinsky e Shavell (2012), que destacaram que, mesmo com a regulamentação existente, há empresas que divulgam poucas informações sobre riscos, ou ainda, divulgam informações insuficientes que, na visão de Beretta e Bozzolan (2004), dificultam a avaliação dos usuários externos em relação aos impactos ocasionados pela empresa.

Quanto à representatividade dos ativos intangíveis, verifica-se que há empresas financeiras que não registram valores, ao passo que as empresas com maior representatividade registraram o equivalente a 79,69% do ativo total, 61,02% do ativo não circulante e 31,22% das *proxies* de representatividade dos ativos intangíveis.

Quanto à estrutura dos intangíveis, verifica-se que o grupo mais representativo nas empresas financeiras envolve os ativos estruturais, com média de 25,70% em relação ao total dos ativos intangíveis, seguido pelos intangíveis de inovação, com média de 20,37%. Os outros ativos intangíveis, não enquadrados na classificação de Kayo (2002), em conjunto, representam 34,42% dos intangíveis das empresas.

Para a identificação do comportamento e dispersão das empresas quanto aos diferentes tipos de evidenciação de risco, a Tabela 6 apresenta a estatística descritiva das companhias com base na classificação em intangível-intensivas (G1) e tangível-intensivas (G2).

Tabela 6

Análise descritiva das variáveis do disclosure de risco considerando a classificação das empresas nos grupos G1 e G2 a partir das variáveis dos intangíveis de representatividade

Variável	INTANG_AT	Nº de observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
DF	G1	193	0	26	9,45	6,335
	G2	191	0	26	9,341	6,324
DNF	G1	193	0	53	22,70	13,16
	G2	191	0	53	22,29	13,00
DG	G1	193	0	73	32,16	18,07
	G2	191	0	73	31,64	17,99
Variável	INTANG_NC	Nº de observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
DF	G1	193	0	26	9,33	6,334
	G2	191	0	26	9,28	6,324
DNF	G1	193	0	53	22,43	13,06
	G2	191	0	53	21,30	12,95
DG	G1	193	0	73	33,77	18,05
	G2	191	0	73	32,23	17,87
Variável	NI	Nº de observações	Mínimo	Máximo	Média	Desvio-padrão
DF	G1	193	0	26	9,538	6,382
	G2	191	0	26	9,351	6,324
DNF	G1	193	0	53	22,63	13,23
	G2	191	0	53	21,14	13,00
DG	G1	193	0	73	32,33	18,17
	G2	191	0	73	31,64	17,99

Legenda: DF – disclosure de risco financeiro; DNF – disclosure de risco não financeiro; DG – disclosure de risco geral; INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das proxies de intangibilidade em relação à sua representatividade; G1 – grupo de empresas intangível-intensivas; G2 – grupo de empresas tangível-intensivas.

Fonte: elaborada pelos autores.

Com base na Tabela 6, observa-se que as empresas intangível-intensivas são mais propensas a divulgar informações de risco (geral, financeiro e não financeiro) quando comparadas com as empresas tangível-intensivas, apesar da maior dispersão identificada entre as empresas do G1. Em todo caso, salienta-se que em ambos os grupos foi observado que há empresas que não divulgaram nenhum dos fatores de risco. Ademais, torna-se possível ressaltar que a dispersão dos resultados das empresas do G1 e G2 é maior em relação ao *disclosure* de risco não financeiro e ao *disclosure* de risco geral.

Em linhas gerais, verifica-se que as empresas registraram uma média de *disclosure* de risco geral de 31,65 pontos (20,8%), sendo que há empresas que não registraram nenhum fator de risco, ao passo que há empresas que registraram um máximo de 73 pontos (48,0%), de uma pontuação máxima de 152 pontos. Ressalta-se que há uma discrepância no *disclosure* de risco geral entre as empresas e que há empresas com um máximo de 26 pontos de *disclosure* de risco financeiro (92,9% do total) e de 73 pontos de *disclosure* de risco não financeiro (58,9%).

Desse modo, percebe-se que parte das empresas financeiras brasileiras evita divulgar todas as suas informações de riscos, restringindo-se mais as informações exigidas pela lei. Apesar das regulamentações que obrigam a sua divulgação, as companhias ainda não evidenciam informações sobre o risco de forma consistente e uniforme (Dey *et al.*, 2018). Polinsky e Shavell (2012) mencionam que uma possível explicação para isso decorre do fato de as empresas serem propensas a não divulgar informações desfavoráveis e o *disclosure* de riscos sinalizar informações capazes de influenciar a tomada de decisões dos investidores (Kim & Yasuda, 2018).

A Tabela 7 apresenta os principais ativos intangíveis, por grupo e seus componentes.

Tabela 7

Principais ativos intangíveis evidenciados pelas empresas, por grupo e seus componentes

Grupo de intangível	Componentes	Empresas		Valor médio no período 2015-2019 (em milhares de reais)
		Quantidade	Percentual (em %)	
Ativos de inovação	Desenvolvimento de software	8	10	40.599,70
	Patentes	6	8	603,66
Ativos estruturais	Software	33	42	229.320,76
	Direito de uso de linhas telefônicas	3	4	200,82
	Canal de distribuição	3	4	10.343,78
	Marcas	10	13	8.352,20
	Carteira de clientes	10	13	58.208,54
	Acordo de não-competição	6	8	535,83
	Contrato de exclusividade	4	5	118,90
Ativos de relacionamento	Direito de renovação de contratos	3	4	55,40
	Contrato de serviços	2	3	190,72
	Direito de exploração	1	1	200.540,68
	Aquisição de direitos financeiros	1	1	91.4332,26
	Associação para promoção e oferta de produtos e serviços financeiros	1	1	33,66

Fonte: elaborada pelos autores.

A Tabela 7 mostra que as empresas financeiras da amostra evidenciaram 14 componentes de intangíveis enquadrados nos grupos de ativos intangíveis da classificação de Kayo (2002). Ademais, cabe informar que não foram identificados componentes dos ativos humanos e que outros intangíveis, com valores individuais pouco representativos, foram identificados em apenas uma empresa e não foram reportados na Tabela 6.

Observa-se que, em termos de estrutura dos intangíveis das empresas financeiras, os componentes com maior frequência de evidenciação são *Software* (42%), Marcas (13%), Carteira de clientes (13%), Desenvolvimento de *software* (10%), Patentes (8%) e Acordo de não-competição (8%). Ao se comparar os resultados apontados com os achados de Moura *et al.* (2014), em que os mais recorrentes foram *Software* (85%), Contrato de concessão (36%) e Marcas (31%), infere-se que há uma certa semelhança.

Conquanto, no que se refere à representatividade dos investimentos dos intangíveis, verifica-se que *Software*, Direito de exploração, Aquisição de direitos financeiros, Carteira de clientes e Desenvolvimento de *software* apresentam os maiores valores médios nas empresas financeiras no período 2015-2019.

A Tabela 8 apresenta os resultados dos testes de diferenças entre médias do *disclosure* de risco (financeiro, não financeiro e geral) em relação às empresas intangível-intensivas (G1) e tangível-intensivas (G2).

Tabela 8

Teste de média

Variável	INTANG_AT	Nº de observações	Teste t de Student		Teste de Levene	
			Média	Sig.	F	Sig.
DF	G1	193	10,85	0,000(*)	1,330	0,249
	G2	191	8,13	0,000		
DNF	G1	193	27,48	0,000	4,005	0,46(**)
	G2	191	17,76	0,000(*)		
DG	G1	193	38,33	0,000(*)	1,274	0,260
	G2	191	25,89	0,000		

Variável	INTANG_NC	Nº de observações	Teste t de Student		Teste de Levene	
			Média	Sig.	F	Sig.
DF	G1	193	10,37	0,000(*)	0,001	0,917
	G2	191	7,88	0,000		
DNF	G1	193	27,30	0,000	3,217	0,074(***)
	G2	191	17,10	0,000(*)		
DG	G1	193	37,67	0,000(*)	0,858	0,355
	G2	191	24,99	0,000		

Variável	NI	Nº de observações	Teste t de Student		Teste de Levene	
			Média	Sig.	F	Sig.
DF	G1	193	10,39	0,000(*)	0,162	0,688
	G2	191	8,01	0,000		
DNF	G1	193	27,09	0,000	8,023	0,005(*)
	G2	191	17,62	0,000(*)		
DG	G1	193	37,48	0,000	3,979	0,047(**)
	G2	191	25,63	0,000(*)		

Nota: (***) significante ao nível de 1%; (**) significante ao nível de 5%; (*) significante ao nível de 10%.

Legenda: DF – disclosure de risco financeiro; DNF – disclosure de risco não financeiro; DG – disclosure de risco geral; INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das proxies de intangibilidade em relação a sua representatividade; G1 – grupo de empresas intangível-intensivas; G2 – grupo de empresas tangível-intensivas.

Fonte: elaborada pelos autores.

Verifica-se que as empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas apresentam diferenças significantes em relação às três *proxies* do *disclosure* de risco. Percebe-se que o *disclosure* de risco não financeiro é heterogêneo entre G1 e G2, enquanto o *disclosure* de risco geral mostrou maior variabilidade quando utilizada a variável INTANG_TOTAL. De forma geral, nota-se que o *disclosure* de risco é mais evidenciado pelas empresas intangível-intensivas comparativamente às tangível-intensivas. Tal resultado coaduna com os achados de Mansfield e Wagner (1975), Gharbi *et al.* (2014) e Albuquerque Filho *et al.* (2019), que apontam que as empresas intangível-intensivas têm uma maior probabilidade de fracasso em investimentos em intangíveis, e requerem uma maior exigência de informações sobre os riscos associados por parte do mercado.

Gharbi *et al.* (2014), por exemplo, sinalizam que os investimentos em P&D podem ocasionar diferentes tipos de risco, ainda mais no que se refere a empresas financeiras, que, na visão de Gomes, Ferreira, De Luca e Ponte (2013), são propensas a maiores riscos comparativamente a empresas de outros setores. Assim, as empresas financeiras, quando tendem a adotar elevados padrões de transparência, como a divulgação de riscos, possibilitam aos investidores condições suficientes para avaliar a sua suficiência de capital e desempenho em relação aos riscos assumidos (Gomes *et al.*, 2013).

A Tabela 9 apresenta as correlações (in)existentes entre as variáveis independentes e de controle com o *disclosure* de risco.

Tabela 9

Correlação de Pearson

Ativos intangíveis	Variável	Disclosure de risco		
		financeiro (DF)	não financeiro (DNF)	geral (DG)
Representatividade	INTANG_AT	NS	+(**)	+(**)
	INTANG_NC	NS	+(**)	+(**)
	NI	NS	+(**)	+(***)
Estrutura	Ativos de relacionamento	+(*)	+(***)	+(***)
	Ativos de inovação	+(*)	+(**)	+(**)
	Ativos estruturais	+(*)	NS	NS
Controle	TAM	+(**)	+(**)	+(*)
	END	NS	NS	NS
	ROA	NS	NS	NS

Nota: (***) significativa ao nível de 1%; (**) significativa ao nível de 5%; (*) significativa ao nível de 10%; NS – correlação não significativa; + – correlação positiva. Legenda: INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das *proxies* de intangibilidade em relação a sua representatividade; Ativos de relacionamento – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos de inovação – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos estruturais – proporção em relação ao total do ativo intangível; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos.

Fonte: elaborada pelos autores.

Observa-se que a intangibilidade avaliada por sua representatividade está correlacionada positivamente com o *disclosure* de risco não financeiro e geral. Nota-se também que, em relação à sua estrutura, a intangibilidade correlaciona-se positivamente com o *disclosure* de risco financeiro. Quanto aos intangíveis de relacionamento e de inovação, estes se correlacionam positivamente com o *disclosure* não financeiro e geral. Ademais, o tamanho está correlacionado positivamente com as três *proxies* do *disclosure* de risco.

A Tabela 10 apresenta as estimações dos modelos que analisam a influência da representatividade dos intangíveis no *disclosure* de risco financeiro.

Tabela 10

Intangibilidade (representatividade) e Disclosure de risco financeiro

Variável	Disclosure de risco financeiro			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
INTANG_AT	-0,296	-	-0,959	-
INTANG_NC	-	-0,956	-0,839	-
NI	-	-	-	-1,832
TAM	0,805(*)	0,737(*)	0,731(*)	0,755(*)
END	0,905	0,335	0,689	0,991
ROA	0,040	1,403(*)	1,234(*)	0,247(*)
Dummy (G1, G2)	0,747	2,232	2,330	2,246
Constante	-0,579	-1,921	-1,837	-1,864
Wald Chi2	19,33	23,74	25,55	-
p-value	0,000	0,000	0,000	-
F	-	-	-	30,05
p-value	-	-	-	0,000
Efeito	A	A	A	P
R ²	0,2180	0,2260	0,2250	0,248
VIF médio	1,20	1,10	1,18	1,16

Nota: (*) significativo ao nível de 10%.

Legenda: INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das proxies de intangibilidade em relação a sua representatividade; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos; Dummy G1 – empresas intangível-intensivas; G2 – empresas tangível-intensivas.

Fonte: elaborada pelos autores.

Pelos modelos, percebe-se que nenhuma das variáveis de representatividade dos intangíveis foram significantes para explicar o *disclosure* de risco financeiro. Denota-se também que os coeficientes da variável *dummy* (G1, G2) não apresentaram significância estatística, o que sinaliza que as empresas intangível-intensivas e tangível-intensivas não afetam o *disclosure* de risco financeiro quando considerados os ativos intangíveis quanto à sua representatividade. Destarte, pode-se observar que o tamanho explica o *disclosure* e a representatividade dos intangíveis e que o desempenho apresentou coeficiente positivo nos modelos I, II e III.

Conforme Barcelos, Moreira e Nossa (2023), a representatividade do ativo intangível pode ser considerada como um recurso estratégico quanto à competitividade e à geração de valor econômico da empresa, mas não se mostra relevante na redução de dificuldades financeiras (risco financeiro). Outrossim, é interessante apontar que a empresa não fica menos vulnerável quando considerado o intangível como um todo (representatividade) ou ainda exclusivamente o capital humano ou intelectual, como evidenciado por Shahwan e Habib (2020).

A Tabela 11 evidencia a influência da estrutura dos intangíveis no *disclosure* de risco financeiro.

Tabela 11

Intangibilidade (estrutura) e Disclosure de risco financeiro

Variável	Disclosure de risco financeiro			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
Ativos relacionamento	0,000	-	-	0,000
Ativos de inovação	-	0,000(***)	-	0,000(**)
Ativos estruturais	-	-	0,000	-0,000
TAM	1,202(*)	0,944(**)	0,898(*)	1,132(*)
END	-0,189	-1,569	2,727	9,293
ROA	5,171(*)	3,739	3,386(***)	-1,247
Constante	-6,752	-3,745	-4,594	-12,79(**)
Wald Chi2	49,18	-	22,23	-
p-value	0,000	-	0,000	-
F	-	5,65	-	122,4
p-value	-	0,003	-	0,000
Efeito	A	P	A	P
R	0,5900	0,3011	0,3920	0,4178
VIF médio	1,89	1,22	1,55	1,92

Nota: (***) significativa ao nível de 1%; (**) significativa ao nível de 5%; (*) significativa ao nível de 10%.

Legenda: Ativos de relacionamento – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos de inovação – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos estruturais – proporção em relação ao total do ativo intangível; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos.

Fonte: elaborada pelos autores.

Constata-se que os ativos de inovação apresentam influência positiva (modelos II e IV), e sugerem que os ativos de inovação possibilitam o aumento do *disclosure* de risco financeiro. Ressalta-se também que o tamanho apresenta influência positiva em todos os modelos, enquanto o desempenho (modelo III) afeta positivamente o *disclosure* de risco financeiro.

Os resultados corroboram Gharbi *et al.* (2014) que apontam que os intangíveis de inovação trazem muitos riscos para as empresas, originados pela incerteza tecnológica e de mercado e por problemas de apropriação. Assim, salienta-se que os ativos de inovação tendem a gerar maior exigência informacional pelos investidores sobre os riscos inerentes aos investimentos nestes intangíveis. Gomes *et al.* (2013) consideram que a exigência é ainda mais evidente em empresas financeiras, por se tratar de um setor mais propenso aos riscos em comparação aos demais, na medida em que pode se prospectar que esse setor considera substituir, progressivamente, os investimentos em ativos tangíveis por ativos intangíveis, assim como sinalizado por Stewart (1997, p. 27), que destaca que é “característico das empresas do conhecimento eliminar os ativos fixos de seus balanços”.

A Tabela 12 evidencia a influência da representatividade dos intangíveis no *disclosure* de risco não financeiro.

Tabela 12
Intangibilidade (representatividade) e Disclosure de risco não financeiro

Variável	Disclosure de risco não financeiro			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
INTANG_AT	8,157(***)	-	1,314	-
INTANG_NC	-	1,799(*)	0,647	-
NI	-	-	-	2,976(**)
TAM	1,521(*)	1,274(*)	1,269(*)	1,292(*)
END	1,580	-1,215	2,111	-2,438
ROA	-0,469	-0,858	0,719	0,134(*)
Dummy (G1, G2)	1,131(**)	1,701(**)	1,700	2,421(**)
Constante	0,716	0,593	1,668	1,354
Wald Chi2	22,48	-	22,64	-
p-value	0,000	-	0,000	-
F	-	8,83	-	11,37
p-value	-	0,000	-	0,000
Efeito	A	P	A	P
R ²	0,288	0,233	0,284	0,278
VIF médio	1,19	1,18	1,20	1,16

Nota: (***) significante ao nível de 1%; (**) significante ao nível de 5%; (*) significante ao nível de 10%.

Legenda: INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das proxies de intangibilidade em relação a sua representatividade; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos; Dummy G1 – empresas intangível-intensivas; G2 – empresas tangível-intensivas.

Fonte: elaborada pelos autores.

As variáveis de intangibilidade apresentaram coeficiente positivo no Modelo I (INTANG_AT), no modelo II (INTANG_NC) e no modelo IV (NI). Assim, denota-se que a representatividade dos intangíveis na estrutura patrimonial contribui para o aumento do *disclosure* de risco não financeiro. Além disso, infere-se que as empresas intangível-intensivas (*Dummy* G1, G2) quanto à representatividade, tendem a apresentar um *disclosure* de risco não financeiro (modelos I, II e IV) mais elevado do que as empresas tangível-intensivas. Além disso, o tamanho apresentou coeficiente positivo em todos os modelos e o desempenho apresentou coeficiente positivo no Modelo IV.

Denota-se, portanto, que uma maior representatividade de intangíveis pelas empresas financeiras exige uma maior necessidade de divulgar aos investidores seu risco não financeiro, ou seja, as empresas sinalizarão ao mercado que não farão mau uso de seus intangíveis no futuro (Moura *et al.*, 2014), tendo em vista que a gestão dos riscos inerentes aos seus ativos mostra-se crucial no momento de sua exposição a vários tipos de riscos como, por exemplo, os riscos estratégicos e operacionais (Costa, Leal & Ponte, 2017).

Ademais, como as decisões dos investidores são afetadas pelas informações de risco que são divulgadas, eles tendem a avaliar o retorno esperado na realização desses intangíveis, bem como os riscos associados (Moura *et al.*, 2014). Assim, com base nessa relação retorno-risco, como os ativos intangíveis são recursos que geram maior desempenho e criação de valor econômico (Barcelos *et al.*, 2023; Lev & Zarowin, 1999; Nagaraja & Vinay, 2016) são também associados a altos riscos (Higgins, 2013). De forma complementar, empresas intangível-intensivas, apesar dos riscos associados aos intangíveis, obtêm melhores resultados econômicos, o que fortalece os pressupostos teóricos de que vantagens competitivas e retornos anormais estariam relacionados aos recursos intangíveis e intelectuais (Perez & Famá, 2004).

A Tabela 13 evidencia a influência da estrutura dos intangíveis no *disclosure* de risco não financeiro.

Tabela 13

Intangibilidade (estrutura) e Disclosure de risco não financeiro

Variável	Disclosure de risco não financeiro			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
Ativos relacionamento	0,000(**)	-	-	0,000
Ativos de inovação	-	0,000	-	0,000(**)
Ativos estruturais	-	-	0,000	-0,000
TAM	1,020(*)	9,699(**)	1,898(*)	1,634(*)
END	-4,031	-11,20	-0,118	-10,59
ROA	-1,835	4,314	-0,574	5,302
Constante	16,10(**)	-12,83(**)	-0,710	-0,791
Wald Chi2	-	-	9,79	
p-value	-	-	0,044	
F	14,13	2,84	-	1,99
p-value	0,000	0,034	-	0,100
Efeito	P	F	A	P
R	0,1667	0,4705	0,1169	0,3150
VIF médio	1,66	1,22	1,75	1,75

Nota: (***) significativa ao nível de 1%; (**) significativa ao nível de 5%.

Legenda: Ativos de relacionamento – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos de inovação – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos estruturais – proporção em relação ao total do ativo intangível; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos.

Fonte: elaborada pelos autores.

Observa-se que os ativos de relacionamento influenciam positivamente o *disclosure* de risco não financeiro (Modelo III), ao passo que na presença dos demais classes de intangíveis, os ativos de inovação também possibilitam seu aumento. Ademais, o tamanho apresentou coeficiente positivo em relação ao *disclosure* de risco não financeiro.

Acerca da intangibilidade e seus efeitos no *disclosure* de risco não financeiro, denota-se que a estrutura dos intangíveis contribui para o aumento do *disclosure* de risco não financeiro. Em outros termos, a divulgação dos riscos operacionais, riscos de danos, riscos de integridade e riscos estratégicos (subcategorias do risco não financeiro), tende a aumentar em decorrência da estrutura de intangíveis da companhia. Observa-se também que, na presença dos ativos intangíveis de relacionamento e de inovação, é ainda mais acentuado o relato das informações de riscos não financeiros entre as empresas financeiras.

Conforme Melo e Leitão (2018), a divulgação dos riscos operacionais mostra-se necessária para mitigar os riscos das empresas financeiras, na medida em que são necessários evidenciá-los para o mercado, o que corrobora para a redução do grau de incerteza associado às instituições financeiras. No mesmo sentido, Lev e Zarowin (1999) evidenciaram que intangíveis como P&D, tecnologia e marcas, por alterarem os produtos, as operações, as condições econômicas e o valor econômico das empresas são considerados como os maiores direcionadores do negócio e, portanto, a divulgação das informações diversas (inclusive dos riscos) é preponderante para a continuidade do negócio (Nagaraja & Vinay, 2016).

Complementarmente, é interessante destacar que a marca traz diversos outros benefícios, além de maior desempenho e competitividade, como maior lealdade, menor vulnerabilidade às ações de *marketing* da concorrência e crises de *marketing*, margens de lucro maiores, aumentos de preço, possíveis oportunidades de licenciamento ou extensão da marca (Kayo, Kimura, Martin & Nakamura, 2006), e evidencia ainda mais a importância da divulgação dos riscos inerentes a esse tipo de intangível. Já a P&D mostra-se relevante não apenas para a própria sobrevivência da companhia, mas também para a sua valoração (Albuquerque Filho *et al.*, 2021), o que corrobora Freeman e Soete (2008, p. 457) que destacam que “deixar de inovar equivale a morrer”.

A Tabela 14 exibe a influência da representatividade dos intangíveis no *disclosure* de risco geral.

Tabela 14

Intangibilidade (representatividade) e Disclosure de risco geral

Variável	Disclosure de risco geral			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
INTANG_AT	9,882(***)	-	28,60(**)	-
INTANG_NC	-	2,157(**)	3,192(***)	-
NI	-	-	-	1,348(**)
TAM	2,33(*)	2,011(*)	1,999(*)	1,470(*)
END	-2,485	-1,850	-2,845	1,429
ROA	-1,390	-1,487	-5,336	-0,164
Dummy (G1, G2)	1,877(**)	1,833(**)	1,849(**)	1,218(**)
Constante	-1,866	-1,328	1,170	1,519
Wald Chi2	-	-	242,65	21,88
p-value	-	-	0,000	0,000
F	17,88	8,44	-	-
p-value	0,000	0,000	-	-
Efeito	P	P	A	A
R ²	0,229	0,292	0,289	0,283
VIF médio	1,16	1,20	1,30	1,38

Nota: (***) significante ao nível de 1%; (**) significante ao nível de 5%; (*) significante ao nível de 10%.

Legenda: INTANG_AT – quociente entre ativos intangíveis e ativo total; INTANG_NC – quociente entre ativos intangíveis e ativo não circulante; NI – média das *proxies* de intangibilidade em relação a sua representatividade; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos; *Dummy* G1 – empresas intangível-intensivas; G2 – empresas tangível-intensivas.

Fonte: elaborada pelos autores.

Inferre-se que as variáveis de representatividade dos intangíveis apresentam coeficientes positivos em todos os modelos. Constata-se, portanto, que quanto maior a representatividade dos intangíveis na estrutura patrimonial das empresas, maior o *disclosure* de risco geral. Outrossim, denota-se que as empresas intangível-intensivas, quanto à representatividade (todos os modelos), afetam o *disclosure* de risco geral. Além disso, o tamanho afeta positivamente o *disclosure* de risco geral da empresa.

É possível considerar que à medida que as empresas buscam utilizar seus intangíveis para obter maior desempenho (retorno) é natural que tais ativos tragam maiores riscos ao negócio. Conforme Kayo *et al.* (2006), esses riscos não devem ser evitados, mas gerenciados de forma a criar e manter o valor econômico das empresas (Myšková & Hájek, 2020). Nesse ínterim, a representatividade dos intangíveis nas empresas intangível-intensivas é maior comparativamente às demais, o que exige dessas maior transparência quanto às suas informações de risco (Cavalcanti, Amaral, Correia & Roma, 2020).

A Tabela 15 apresenta a influência da estrutura dos intangíveis no *disclosure* de risco geral.

Tabela 15
Intangibilidade (estrutura) e Disclosure de risco geral

Variável	Disclosure de risco geral			
	Modelo I	Modelo II	Modelo III	Modelo IV
Ativos relacionamento	0,000(***)	-	-	0,000
Ativos de inovação	-	0,000(**)	-	-0,000
Ativos estruturais	-	-	0,000	-0,000
TAM	2,138(*)	15,14(*)	2,657(*)	2,932(***)
END	-5,192	-16,80	2,309	13,27
ROA	-3,928	-16,60	-2,660	-8,747
Constante	11,41	-20,31(*)	-3,855	-13,47
Wald Chi2	-	-	13,38	10,40
p-value	-	-	0,009	0,100
F	19,55	3,52	-	-
p-value	0,000	0,010	-	-
Efeito	P	F	A	A
R	0,3236	0,1890	0,2167	0,2494
VIF médio	1,56	1,29	1,18	1,68

Nota: (***) significante ao nível de 1%; (**) significante ao nível de 5%; (*) significante ao nível de 10%.

Legenda: Ativos de relacionamento – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos de inovação – proporção em relação ao total do ativo intangível; Ativos estruturais – proporção em relação ao total do ativo intangível; TAM – tamanho da empresa; END – endividamento da empresa; ROA – retorno sobre os ativos.

Fonte: elaborada pelos autores.

Constata-se que os ativos de relacionamento (Modelo I) e ativos de inovação (Modelo II) afetam positivamente o *disclosure* de risco geral. Assim, quanto mais elevados os investimentos em intangíveis de relacionamento e de inovação, maior o *disclosure* de risco geral das empresas. Ademais, o tamanho mostrou influência positiva em todos os modelos.

De maneira analítica, denota-se que empresas financeiras com maior intangibilidade possuem maior *disclosure* de risco, o que indica que a hipótese levantada não pode ser rejeitada. Quanto aos investimentos em intangíveis, os riscos contribuem significativamente para sua limitação, ou seja, o risco é um vetor essencial nas decisões das empresas intangível-intensivas, de modo que o desenvolvimento interno desses recursos é moroso e arriscado, ao passo que seus custos e gerenciamentos são muito elevados (Perez & Famá, 2006). No caso das empresas financeiras, que são propensas a assumirem maiores riscos devido à sua competitividade no setor, observa-se a adoção de padrões mais elevados de divulgação de riscos, o que permite que os *stakeholders* externos tenham condições suficientes para avaliar os riscos assumidos (Gomes *et al.*, 2013).

Ademais, infere-se que a variável tamanho foi estatisticamente significante em todos os modelos, indicando que o tamanho da empresa financeira afeta o seu *disclosure* de risco. Esse resultado corrobora a literatura que, em linhas gerais, aponta que as empresas de grande porte assumem maiores riscos em decorrência da sua disponibilidade de capital (Rengel *et al.*, 2020), o que exige uma maior qualidade do seu *disclosure* de riscos (Elshandidy *et al.*, 2018).

5. Conclusão

Este estudo teve como objetivo analisar a relação entre a intangibilidade dos ativos e o *disclosure* de risco nas empresas financeiras listadas na B3.

Na análise descritiva, as *proxies* de *disclosure* de risco (financeiro, não financeiro e geral) sinalizaram que a divulgação de informações sobre os riscos corporativos ainda é discrepante entre as empresas do setor financeiro. Há empresas que não divulgam nenhuma informação ou mesmo que divulgam poucas informações em algum dos anos analisados, embora o *disclosure* de riscos tenha mostrado destaque ascendente no quinquênio de análise (2015-2019). A avaliação da estrutura dos intangíveis revelou que são *Software*, Marcas, Carteira de clientes, Desenvolvimento de *software*, Patentes e Acordo de não competição os componentes com maior frequência de evidenciação nas notas explicativas, enquanto *Software*, Direito de exploração, Aquisição de direitos financeiros, Carteira de clientes e Desenvolvimento de *software*, respectivamente, são os que apresentam os maiores valores médios de investimento nas empresas financeiras.

De forma complementar, a análise descritiva do *disclosure* de risco das empresas nos grupos G1 e G2, a partir das variáveis dos intangíveis de representatividade, indicou que as empresas intangível-intensivas (G1) são propensas a apresentar um maior *disclosure* de risco (financeiro, não financeiro e geral), apesar da elevada dispersão identificada no *disclosure* de risco não financeiro e geral dos dois grupos de empresas. Adverte-se ainda que há uma dispersão um pouco mais baixa no *disclosure* das empresas tangível-intensivas (G2) comparativamente às empresas intangíveis intensivas (G1).

Os resultados dos testes de diferenças entre média indicam que há diferenças significantes no *disclosure* de risco (financeiro, não financeiro e geral) das empresas intangível-intensivas comparativamente às tangíveis-intensivas. Esses achados ratificam que as empresas financeiras com maior nível de intangibilidade tendem a divulgar mais informações sobre seus riscos corporativos, na medida em que os intangíveis são mais propensos a incerteza que os demais ativos. Isso incentiva os investidores e demais interessados pelas informações financeiras a cobrarem das companhias um posicionamento em relação aos riscos trazidos por seus ativos. Logo, os resultados podem servir de estímulo às organizações, de modo a ampliar o relato de risco, que pode desempenhar um papel essencial nas decisões dos *stakeholders* externos.

A análise da influência da intangibilidade no *disclosure* de risco indicou que a representatividade dos intangíveis impacta o *disclosure* de risco não financeiro e geral, ao passo que, quanto à estrutura, os ativos intangíveis de inovação afetam o *disclosure* de risco financeiro, não financeiro e geral, enquanto os ativos estruturais impactam o *disclosure* de risco não financeiro e geral. Assim, constatar que as empresas com maior representatividade dos intangíveis na estrutura patrimonial e com maior registro de intangíveis de inovação e de relacionamento são mais suscetíveis a divulgar informações sobre riscos, pode revelar achados importantes e contribuir sobremaneira para a adoção de estratégias que visem maximizar o seu valor econômico.

Além disso, confirmando estudos prévios, o tamanho da empresa é um fator que contribui para a evidenciação dos riscos corporativos.

Os resultados das regressões para a variável *dummy*, que representa a divisão das empresas em intangível-intensivas (G1) e tangível-intensivas (G2), quanto à representatividade apontaram: i) influência não significativa no *disclosure* de risco financeiro; e ii) influência positiva e significativa no *disclosure* de risco não financeiro e no *disclosure* de risco geral. Desse modo, infere-se que quanto maior a representatividade dos ativos intangíveis da companhia (intangível-intensiva), maior será o *disclosure* de risco não financeiro e geral.

Desse modo, pode-se inferir que as empresas intangíveis-intensivas apontam um *disclosure* de risco mais elevado do que as tangíveis-intensivas, sendo essa diferença decorrente da maior incerteza e volatilidade atreladas aos intangíveis, que exigem uma maior transparência da companhia para seus investidores. Assim, os investidores, ao avaliarem os intangíveis da empresa, relacionam o retorno esperado (maior competitividade, criação de valor econômico e desempenho financeiro elevado) ao risco do negócio, e requerem da companhia uma maior transparência quanto à divulgação de suas informações de risco.

O estudo contribui para a literatura sobre a intangibilidade e o *disclosure* de risco, à medida que se investiga suas inter-relações, visto que não foram identificados esforços nacionais nesse sentido. Os achados reforçam os pressupostos de que, embora os intangíveis proporcionem maior desempenho e valor de mercado, na mesma medida são passíveis de gerar riscos significativos para as empresas que os possuem, e, por isso, torna-se essencial a empresa divulgar suas informações de risco para o mercado.

A pesquisa buscou ampliar o debate entre os construtos em empresas financeiras, que geralmente são excluídas dos estudos em decorrência das suas características peculiares. Ademais, o fato de as empresas financeiras assumirem maiores riscos devido à competitividade no setor e seus gestores precisam ficar mais atentos às melhores práticas do mercado para terem em mãos processos eficientes para a tempestiva e correta evidenciação dos riscos com o intuito de minimizarem suas perdas, motiva este estudo.

A principal limitação da pesquisa consiste na dificuldade de utilizar *uma* métrica para capturar o *disclosure* de riscos das empresas financeiras, uma vez que não há um consenso na literatura. Como sugestão para estudos futuros, propõe-se investigar outros modelos abordados na literatura para a identificação do nível de *disclosure* de risco, como também analisar outros determinantes das empresas que possam exercer influência na divulgação dos riscos nos mercados de capitais emergentes e desenvolvidos.

Referências

- Abdullah, M., Shukor, Z., & Rahmat, M. (2017). The influence of risk management committee and audit committee towards voluntary risk management disclosure. *Journal Pengurusan*, 50(2), 1-20. <https://doi.org/10.17576/pengurusan-2017-50-08>
- Albuquerque Filho, A. R., Garcia, E. A. R., Vasconcelos, A. C., & Lima, A. C. (2021). Efeito moderador da ambidestria da inovação na relação entre internacionalização e desempenho em empresas brasileiras e europeias. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 15(3), 329-353. <https://doi.org/10.17524/repec.v15i3.2880>
- Albuquerque Filho, A. R., Macedo, F. F. R. R., Moura, G. D., Fank, D. R. B., & Heberle, E. L. (2019). Fatores determinantes da intangibilidade em companhias abertas familiares. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(2), 37-52.
- Al-Hadi, A., Hasan, M., & Habib, A. (2016). Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 24(2), 145-170. <https://doi.org/10.1111/corg.12115>
- Almendra, R. S., Vasconcelos, A. C., Silva, R. B., & De Luca, M. M. M. (2018). Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(3), 73-91. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i3.38090>
- Alves, M. T., & Matias, F. J. F. (2014). Gestão e divulgação do risco operacional e os acordos de Basileia: o caso dos maiores bancos portugueses. *Revista Universo Contábil*, 10(3), 172-193. <https://doi.org/10.4270/ruc.2014325>
- Barajas, A., Shakina, E., & Fernández-Jardón, C. (2017). Acceleration effect of intangibles in the recovery of corporate performance after-crisis. *Research in International Business and Finance*, 42, 1115-1122. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.046>

- Barcelos, J. F., Moreira, N. C., & Nossa, S. N. (2023). Efeitos da intangibilidade e da gestão do capital de giro sobre a dificuldade financeira empresarial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 17(3), 249-268. <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v17i3.3192>
- Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28(3), 205-236. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2004.07.001>
- Ben-Nasr, H., Bouslimi, L., & Zhong, R. (2021). Do patented innovations reduce stock price crash risk?. *International Review of Finance*, 21(1), 3-36. <https://doi.org/10.1111/irfi.12265>
- Beretta, S., & Bozzolan, S. (2004). A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, 39(3), 265-288. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2004.06.006>
- Brasil, V. S., Sampaio, C. H., & Perin, M. G. (2008). A relação entre a intangibilidade, o risco percebido e o conhecimento. *Revista de Ciências da Administração*, 10(21), 31-53.
- Brooking, A. (1996). *Intellectual capital: Core asset for the third millennium enterprise*. Boston: Thomson Publishing Inc.
- Carlos, Y. L., & Angelo, C. F. (2019). Investimento em inovação e risco sistemático nas empresas. *Revista de Empreendedorismo, Negócios e Inovação*, 4(1), 16-26.
- Cavalcanti, J. M. M., Amaral, H. F., Correia, L. F., & Roma, C. M. D. S. (2020). Do intangible assets matter to financial analysts in the Brazilian stock market?. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 518-538. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4063>
- Chiarello, T. C., Marassi, R. B., & Klann, R. C. (2015). Divulgação de ativos intangíveis: um estudo em organizações do setor financeiro e outros da BM&FBovespa. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 14(1), 197-224. <https://doi.org/10.18593/race.v14i1.4619>
- Costa, B. M. N., Leal, P. H., & Ponte, V. M. R. (2017). Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(2), 729-756.
- CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis. *Pronunciamento Técnico CPC 04 (R1) – Ativo Intangível*, de 05 de novembro de 2010. Recuperado de www.cpc.org.br/Arquivos/Documentos/187_CPC_04_R1_rev%2014.pdf
- Dantas, J. A., Rodrigues, F. F., Rodrigues, J. M., & Capelletto, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. *Revista Contabilidade & Finanças*, 21(2), 1-27. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772010000100002>
- Dey, R., Hossain, S., & Rezae, Z. (2018). Financial risk disclosure and financial attributes among publicly traded manufacturing companies: evidence from Bangladesh. *Journal of Risk and Financial Management*, 11(50), 1-16. <https://doi.org/10.3390/jrfm11030050>
- Dobler, M., Lajili, K., & Zéghal, D. (2011). Attributes of corporate risk disclosure: an international investigation in the manufacturing sector. *Journal of International Accounting Research*, 10(2), 1-22. <https://doi.org/10.2308/jiar-10081>
- Edvinsson, L., & Malone, M. S. (1998). *Capital Intelectual: descobrindo o valor real de sua empresa pela identificação de seus valores internos*. São Paulo: Makron Books.
- Elshandidy, T., & Neri, L. (2015). Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. *Corporate Governance: An International Review*, 23(4), 331-356. <https://doi.org/10.1111/corg.12095>

- Elshandidy, T., Neri, L., & Guo, Y. (2018). Determinants and impacts of risk disclosure quality: evidence from China. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 518-536. <https://doi.org/10.1108/JAAR-07-2016-0066>
- Fernandes, S. M. (2012). A influência do disclosure ambiental na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 41-54.
- Freeman, C., & Soete, L. (2008). *A economia da inovação industrial*. Campinas, SP: Editora da UNICAMP.
- Gharbi, S., Sahut, J. M., & Teulon, F. (2014). R&D investments and high-tech firms' stock return volatility. *Technological Forecasting and Social Change*, 88, 306-312. <https://doi.org/10.1016/j.techfore.2013.10.006>
- Giuliani, M. (2013). Not all sunshine and roses: discovering intellectual liabilities "in action". *Journal of Intellectual Capital*, 14(1), 127-144.
- Gomes, P. H. V., Ferreira, J. H. M., De Luca, M. M. M., & Ponte, V. M. R. (2013). Análise do nível de adesão ao disclosure do risco operacional pelos bancos com ações negociadas na BM&FBovespa. *Revista Razão Contábil & Finanças*, 3(1), 1-20.
- Groff, P. V., Marschner, P. F., & Sané, S. (2013). Cultura organizacional, liderança e comunicação interna – A sinergia necessária para enfrentar os novos tempos. *Revista de Administração*, 11(20), 85-96.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. (2007). *Teoria da contabilidade*. 6. ed. São Paulo: Atlas.
- Higgins, H. (2013). Can securities analysts forecast intangible firms' earnings? *International Journal of Forecasting*, 29(1), 155-174. <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2012.06.005>
- Jia, N. (2018). Corporate innovation strategy and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 53, 155-173. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.10.006>
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1997). *A estratégia em ação: balanced scorecard*. Rio de Janeiro: Editora Campus.
- Kayo, E. K. (2002). *A estrutura de capital e o risco das empresas tangível e intangível intensivas: uma contribuição ao estudo da valoração de empresas*. Tese (Doutorado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Kayo, E. K., & Famá, R. (2004). A estrutura de capital e o risco das empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, 39(2), 164-176.
- Kayo, E. K., Kimura, H., Martin, D. M. L., & Nakamura, W. T. (2006). Ativos intangíveis, ciclo de vida e criação de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 10, 73-90.
- Kim, H. & Yasuda, Y. (2018). Business risk disclosure and firm risk: evidence from Japan. *Research in International Business and Finance*, 45, 413-426. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.172>
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. 161 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Leite, D. U., & Pinheiro, L. E. T. (2014). Disclosure de ativo intangível: um estudo dos clubes de futebol brasileiros. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 89-104. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v33i1.21400>
- Leite, I. T., Nunes, R. V., Assis, C. W. C., Adriano, N. A. & Fonseca, R. C. (2016). Análise comportamental da evidenciação de riscos corporativos de sustentabilidade de empresas brasileiras do setor bancário durante o período de 2010 a 2012. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE*, 7(2), 108-129. <https://doi.org/10.13059/racef.v7i2.376>
- Lev, B., & Zarowin, P. (1999). The boundaries of financial reporting and how to extend them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353-385. <https://doi.org/10.2307/2491413>
- Lev, B. (2001). *Intangibles: management, measurement and reporting*. Washington: Brookings Institution Press.
- Lev, B. (2019). Ending the accounting-for-intangibles status quo. *European Accounting Review*, 28(4), 713-736. <https://doi.org/10.1080/09638180.2018.1521614>

- Lev, B., Radhakrishnan, S., & Ciftci, M. (2006). The stock market valuation of R&D leaders (SSRN Scholarly Paper ID 1280696). *Social Science Research Network*.
- Li, G., Li, J., Liu, M., & Zhu, X. (2020). Evolutionary mechanism of risk factor disclosure in American financial corporation annual report. In *Data Science: 6th International Conference, Revised Selected Papers* 6(1), 528-537. https://doi.org/10.1007/978-981-15-2810-1_50
- Lin, G. T. R., & Tang, J. Y. H. (2009). Appraising intangible assets from the viewpoint of value drivers. *Journal of Business Ethics*, 88, 679-689. <https://doi.org/10.1007/s10551-008-9974-y>
- Linsley, P. M., & Shrivies, P. J. (2006). Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. *British Accounting Review*, 38(4), 387-404. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2006.05.002>
- Machado, J. H. (2023). Ativos intangíveis e conservadorismo no mercado acionário brasileiro. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 17(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v17i1.3164>
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011). Ativos intangíveis e governança corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89-109.
- Magro, C. B. D., Silva, A. D., Padilha, D., & Klann, R. C. (2017). Relevância dos ativos intangíveis em empresas de alta e baixa tecnologia. *Nova Economia*, 27, 609-640. <https://doi.org/10.1590/0103-6351/3214>
- Mansfield, E., & Wagner, S. (1975). Organizational and strategic factors associated with probabilities of success in industrial R & D. *Journal of Business*, 48(2), 179-198.
- Mantovani, E. F. V., & Santos, F. A. (2014). A contabilização do ativo intangível nas 522 empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista de Administração e Inovação*, 11(4), 310-328. <https://doi.org/10.11606/rai.v11i4.110252>
- Melo, H. P. A., & Leitão, C. R. S. (2018). Disclosure do risco operacional nas instituições bancárias listadas na BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 10(1), 223-238.
- Miihkinen, A. (2012). What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. *International Journal of Accounting*, 47(4), 437-468. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2012.10.005>
- Moura, G. D., Dalchiavon, A., Scheren, G., & Zanin, A. (2018). Influência da competitividade no nível de intangibilidade de companhias abertas. *Revista Reunir*, 8(2), 1-11. <https://doi.org/10.18696/reunir.v8i2>
- Moura, G. D., Fank, O. L., & Varela, P. S. (2012). Evidenciação dos ativos intangíveis pelas empresas do setor de energia elétrica listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 15(1), 17-32.
- Moura, G. D., Theiss, V., & Cunha, P. R. (2014). Ativos intangíveis e gerenciamento de resultados: uma análise em empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da Unisinos*, 11(2), 111-122. <https://doi.org/10.4013/base.2014.112.02>
- Moura, G. D., Varela, P. S., & Beuren, I. M. (2014). Conformidade do disclosure obrigatório dos ativos intangíveis e práticas de governança corporativa. *Revista de Administração Mackenzie*, 15(5), 140-170. <https://doi.org/10.1590/1678-69712014/administracao.v15n5p140-170>
- Myšková, R., & Hájek, P. (2020). Mining risk-related sentiment in corporate annual reports and its effect on financial performance. *Technological and Economic Development of Economy*, 26(6), 1422-1443. <https://doi.org/10.3846/tede.2020.13758>
- Nagaraja, N., & Vinay, N. (2016). The effect of intangible assets on the firm value. *International Journal of Engineering and Management Research*, 6(1), 307-315.
- Nascimento, J. C. H. B., Angotti, M., Macedo, M. A. S., & Bortolon, P. M. (2018). As relações entre governança corporativa, risco e endividamento e suas influências no desempenho financeiro e no valor de mercado de empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), 166-185. <https://dx.doi.org/10.14392/asaa.201811010809>

- Ntim, C. G., Lindop, S., & Thomas, D. A. (2013). Corporate governance and risk reporting in South Africa: a study of corporate risk disclosures in the pre- and post-2007/2008 global financial crisis periods. *International Review of Financial Analysis*, 30, 363-383. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.001>
- O'Brien, J. P. (2003). The capital structure implications of pursuing strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415-431. <https://doi.org/10.1002/smj.308>
- Oliveira, M. O. R. D., Schossler, D. P., Campos, R. E., & Luce, F. B. (2014). Ativos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro: uma comparação entre os portfólios de empresas tangível-intensivas e intangível-intensivas. *ReA UFSM: Revista de Administração da UFSM*, 7(4), 678-699. <https://doi.org/10.5902/1983465913552>
- Perez, M. M., & Famá, R. (2004). Características estratégicas dos ativos intangíveis e o desempenho econômico da empresa. *Revista Eletrônica de Gestão de Negócios*, 2(2), 69-96.
- Perez, M. M.; Famá, R. (2006). Ativos intangíveis e o desempenho empresarial. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 17(40), 7-24. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772006000100002>
- Polinsky, A. M., & Shavell, S. (2012). Mandatory versus voluntary disclosure of product risks. *Journal of Law, Economics, and Organization*, 28(2), 360-379. <https://doi.org/10.1093/jleo/ewq005>
- Rengel, R., Sousa, A. M., Monteiro, J., & Meurer, R. (2020). Análise da relação entre o risco e a remuneração dos executivos das empresas listadas na B3. *Revista Ibero-Americana de Estratégia*, 19(2), 148-168. <https://doi.org/10.30681/ruc.v11i22.5027>
- Renn, O. (1992). Concepts of risk: a classification. In: Krinsky, S., & Golding, D. (Orgs). *Social theories of risk*, 53-79. Westport, CT: Praeger.
- Samson, S., Reneke, J. A., & Wiecek, M. M. (2009). A review of different perspectives on uncertainty and risk and an alternative modeling paradigm. *Reliability Engineering & System Safety*, 94(2), 558-567. <https://doi.org/10.1016/j.res.2008.06.004>
- Santos, J. G. C. (2015). Evidências dos ativos intangíveis no contexto brasileiro: Representatividade, caracterização, percepção de mercado e desempenho. *Revista Contabilidade e Controladoria*, 7(3), 85-105. <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v7i3.38931>
- Santos, J. G. C., Calíope, T. S., & da Silva Filho, J. C. L. (2016). Analisando as diferenças entre investimentos em atividades de inovação conforme variáveis estratégicas contingenciais em empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Gestão & Tecnologia*, 16(3), 31-57. <https://doi.org/10.20397/2177-6652/2016.v16i3.730>
- Santos, J. G. C., & Coelho, A. C. (2018). Value-relevance do disclosure: fatores e gestão de riscos em firmas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29(78), 390-404. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806150>
- Santos, J. G. C., Silva, L. S., Gallon, A. V., & De Luca, M. M. M. (2012). Intangibilidade e inovação em empresas no Brasil. *Revista de Administração e Inovação*, 9(2), 198-222. <https://doi.org/10.5773/rai.v9i2.762>
- Shahwan, T. M., & Habib, A. M. (2020). Does the efficiency of corporate governance and intellectual capital affect a firm's financial distress? Evidence from Egypt. *Journal of Intellectual Capital*, 21(3), 403-430. <https://doi.org/10.1108/JIC-06-2019-0143>
- Shahzad, F., Fareed, Z., Wang, Z., & Shah, S. G. M. (2020). Do idiosyncratic risk, market risk, and total risk matter during different firm life cycle stages?. *Physica A: Statistical Mechanics and Its Applications*, 537, 122550. <https://doi.org/10.1016/j.physa.2019.122550>
- Shakina, E., & Barajas, A. (2015). Intangible-intensive profile of a company: the key to outperforming. *Journal of Intellectual Capital*, 4(16), 721-741. <https://doi.org/10.1108/JIC-03-2015-0025>

- Souza, A. L., Santos, J. G. C., & Gordiano, C. A. S. G. (2022). A natureza dos ativos intangíveis explica o desempenho econômico-financeiro? Evidências no setor financeiro da B3. *Revista UNEMAT de Contabilidade*, 11(22), 1-19. <https://doi.org/10.30681/ruc.v11i22.5027>
- Stewart, T. A. (1997). *Intellectual capital: The new wealth of organizations*. New York: Doubleday.
- Sveiby, K. E. (1997). *The new organizational wealth: Managing and measuring*. San Francisco: Berrett-Koehler.
- Torres, M. C., & Galdi, F. C. (2013). Análise da aderência do disclosure da gestão de riscos pelas instituições financeiras à circular Bacen 3.477. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(21), 137-158. <https://dx.doi.org.br/10.5007/2175-8069.2013v10n21p137>
- Van Staden, C. J., & Hooks, J. (2007). A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness. *The British Accounting Review*, 39(3), 197-210. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2007.05.004>
- Wu, K., & Lai, S. (2020). Intangible intensity and stock price crash risk. *Journal of Corporate Finance*, 64, 101682. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101682>
- Zonatto, V. C. S., & Beuren, I. M. (2010). Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADR. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 12(35), 142-155.
- Zonatto, V. C. S., Sousa, T. C. G., & Fernandes, F. C. (2015). Análise do nível de adesão ao disclosure do risco de mercado pelos bancos com ações negociadas na BM&FBovespa. *Revista do Instituto de Ciências Econômicas, Administrativas e Contábeis*, 19(2), 65-76.

Relação entre Estratégia de Negócios e Estrutura de Capital

Caroline Keidann Soschinski

<https://orcid.org/0000-0002-0135-0729>

Alice Carolina Ames

<https://orcid.org/0000-0002-6480-5620>

Ilse Maria Beuren

<https://orcid.org/0000-0003-4007-6408>

Resumo

Objetivo: este artigo analisa a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital. Métodos: uma pesquisa de arquivos (archival research) foi realizada com 488 observações de empresas listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]3. Como proxies de interesse, utilizou-se para estratégia de negócios a classificação das empresas em prospectoras e defensoras, e para estrutura de capital a relação entre capital de terceiros e capital próprio. O modelo econométrico foi operacionalizado por meio de regressão linear múltipla, por mínimos quadrados ordinais e controle de efeitos fixos de ano e setor.

Resultados: os resultados revelam que o tipo de estratégia de negócios adotado tem relação com a forma pela qual a empresa financia o seu capital. Empresas prospectoras tendem a depender de capital de terceiros, apresentam maiores riscos e menor rentabilidade dos fluxos de caixa do que empresas defensoras. Em contraste, empresas defensoras, por buscarem um domínio de mercado e atuarem de forma limitada, geram fundos internamente para financiar suas atividades.

Contribuições: estes achados contribuem ao demonstrar que o comportamento agressivo das empresas em torno do financiamento do capital pode estar atrelado à estratégia de expansão, uma sinalização de que estas informações financeiras são influenciadas por decisões gerenciais.

Palavras-chave: Estratégia prospectora; Estratégia defensora; Estrutura de capital.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 30/01/2023. Pedido de revisão em 6/06/2023. Rodada 2: Resubmetido em 15/06/2023. Pedido de revisão em 27/07/2023. Rodada 3: Resubmetido em 19/08/2023. Aceito em 13/11/2023 por Renato Henrique Gurgel Mota, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

A estrutura de capital tem sido foco de atenção de empresas e pesquisadores, principalmente quanto às decisões que determinam sua composição, visto que a escolha entre capital de terceiros e capital próprio na estrutura de capital tende a impactar o lucro da empresa (Capp, Cetrini & Oriani, 2019). Empresas com menor fluxo de caixa operacional tendem a emitir dívidas, ao passo que empresas com maior fluxo de caixa operacional optam por utilizar recursos internos para atender às suas necessidades (Harris & Roark, 2019).

O controle da capacidade de uma empresa de usar garantias para subsidiar empréstimos parece estar atrelado ao seu tamanho (Saif-Alyousfi *et al.*, 2020). A estrutura dos ativos sugere que se há um menor custo de agência da dívida, maior será a produtividade no valor da empresa, o que impactará maior oportunidade de crescimento e, conseqüentemente, maior transferência de riqueza aos detentores da dívida para os acionistas (Ramli, Latan & Solovida, 2019). A experiência dos gestores, nessa conjectura, auxilia nas decisões de estrutura de capital em termos de equilíbrio entre benefícios e custos do financiamento da dívida, agregando valor à empresa em função da experiência na administração (Matemilola, Bany-Arifin, Azman-Saini & Nassir, 2018).

As escolhas estratégicas das empresas também podem afetar a estrutura de capital. Nesta perspectiva, Cappa *et al.* (2019) investigaram o impacto das estratégias corporativas de internacionalização, diversificação e integração na estrutura de capital de firmas italianas. Os resultados indicaram que as decisões estratégicas podem afetar a estrutura de capital das empresas. Apesar dessa temática ter atraído a atenção de pesquisadores, a literatura tem se concentrado prioritariamente em estratégias isoladas. Esse fluxo da pesquisa se difere do estudo de Cappa *et al.* (2019), que analisou três estratégias corporativas e o índice de dívida.

Alinhado à lacuna identificada por Cappa *et al.* (2019), a presente pesquisa se concentra no impacto das estratégias de negócios (não corporativas) na estrutura de capital. A estratégia de negócios é uma característica que define as empresas de acordo com as práticas realizadas em prol dos principais objetivos organizacionais. Conforme Miles e Snow (1978), as empresas podem ser classificadas em quatro tipos de estratégia de negócios: (i) defensoras – buscam manter o controle de custos e sua quota de mercado estável, considerando um conjunto limitado de produtos; (ii) prospectoras – buscam o crescimento e, por isso, constantemente atualizam e inovam em termos de produtos e serviços; (iii) analisadoras – utilizam características combinadas das defensoras e prospectoras; e (iv) reatoras – não são hábeis em responder às mudanças e às incertezas do ambiente.

Pesquisas pregressas investigaram o impacto das estratégias corporativas na estrutura de capital (Chkir & Cosset, 2003; Javorcik & Spatareanu, 2009; Jouida, 2018; Cappa *et al.*, 2019), porém, pouca atenção tem sido dada a outros tipos de estratégias organizacionais, como as de negócios (defensoras, prospectoras, analisadoras e reatoras). Cappa *et al.* (2019) destacam que, apesar do crescente reconhecimento pela área financeira da importância de considerar aspectos estratégicos gerenciais como determinantes da estrutura de capital, as pesquisas não foram capazes de formar uma visão convergente sobre a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital.

Nessa perspectiva, tem-se a seguinte pergunta de pesquisa: **Qual a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital da empresa?** Assim, este estudo objetiva analisar a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital da empresa. Esse propósito foi motivado pela lacuna observada nas pesquisas que se concentraram em analisar a relação entre as decisões gerenciais de estratégias corporativas na estrutura de capital, mas não em investigar a influência das estratégias de negócios na composição do capital.

A presunção é de haver relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital. De acordo com Bentley-Goode, Omer e Twedt (2019), devido ao fato de as empresas prospectoras possuírem estratégias que visam inovar e se diferenciar no mercado, tendem a exceder seus recursos próprios, o que pode comprometer sua lucratividade no curto prazo. Menor lucratividade, por sua vez, indica que as empresas prospectoras são propensas a enfrentarem insuficiência de recursos próprios ao tentar financiar os extensos investimentos em pesquisa e desenvolvimento (P&D), o que as leva a captar recursos de terceiros. Dessa forma, conjectura-se que empresas com diferentes estratégias de negócios utilizem diferentes recursos (próprios ou de terceiros) para financiar suas atividades.

Os resultados da pesquisa evidenciaram que empresas prospectoras são dependentes de capital de terceiros, enquanto empresas defensoras são dependentes de capital próprio. Esses resultados se apresentaram robustos no teste de propensão, que equiparou empresas defensoras e prospectoras do mesmo setor por semelhança de tamanho, lucratividade, liquidez e risco. Equiparadas por critérios de semelhança, as empresas com diferentes estratégias de negócios mostraram diferentes dependências de recursos para financiar suas atividades.

Esses resultados têm implicações para a literatura e alcançam diferentes *stakeholders*. Implicam para o fluxo da pesquisa que investiga os efeitos da estratégia de negócios sobre a estrutura de capital ao destacarem que a composição da estrutura de capital pode estar relacionada às estratégias de negócios das empresas. Com isso, pode-se inseri-la como variável de controle para analisar as decisões de financiamento de capital. Empresas que alinham suas estratégias em torno de objetivos de inovação e expansão, possivelmente buscam acesso a recursos de fontes externas para financiar essas atividades.

Para o mercado, potenciais investidores e analistas, esta pesquisa contribui ao evidenciar que o comportamento mais agressivo das empresas prospectoras em torno do financiamento do seu capital, pode estar atrelado a uma estratégia de negócios. Dessa forma, a identificação das empresas prospectoras pode ser um caminho para compreender o uso do capital de terceiros em termos de endividamento ou alavancagem, uma vez que essas parecem motivadas a alavancarem seus negócios e a se expandirem no mercado.

Este estudo contribui ainda ao revelar a importância de considerar na pesquisa contábil a fronteira do conhecimento de duas áreas aparentemente desconexas, no caso, a contabilidade gerencial, ao focar a estratégia de negócios, e a contabilidade financeira, ao focar a estrutura de capital. Contribui ao evidenciar que decisões estratégicas podem apontar relação significativa entre informações gerenciais e financeiras. Ao compreender essa relação, as decisões gerenciais acerca das perspectivas futuras de expansão da empresa podem fomentar informações úteis aos investidores e analistas, principalmente quando analisam informações financeiras, como as relativas à estrutura de capital.

2. Base Teórica e Hipóteses

2.1 Determinantes da estrutura de capital

A estrutura de capital, que é a combinação entre a dívida e o patrimônio líquido que uma organização utiliza para subsidiar decisões de investimento e financiamento, é vital para o seu progresso (Kumar, Colombage & Rao, 2017). Na literatura, a teoria do *trade-off* denota a substituição da dívida por capital próprio ou capital próprio por dívida, com o intuito de aumentar o valor da empresa, visto que essa visa equilibrar os benefícios fiscais que advêm dos juros embutidos nos custos financeiros (Myers, 1984).

No âmbito das finanças corporativas, discute-se o nível ótimo da dívida, de forma a minimizar o custo geral de capital e concomitantemente aumentar a lucratividade de uma empresa (Jaisinghani & Kanjilal, 2017). O custo de capital é igual à taxa de juros sobre os títulos, de modo que não dependa de fundos adquiridos por instrumentos de dívida ou por novas emissões de ações (Modigliani & Miller, 1958). Em decorrência da importância de se analisar a estrutura de capital, a literatura prévia tem se concentrado em identificar fatores que podem impactá-la (Ramli *et al.*, 2019), como uma forma de reduzir seu custo de capital e maximizar a lucratividade (Jaisinghani & Kanjilal 2017).

Diversos estudos investigaram os determinantes da estrutura de capital e constataram que fatores como tamanho das empresas, estrutura dos ativos, oportunidade de crescimento (Ramli *et al.*, 2019), experiência dos gestores (Matemilola *et al.*, 2018) e estratégia corporativa (Cappa *et al.*, 2019) impactam a estrutura de capital. No que se refere à estratégia, destacam-se os estudos de Chkir e Cosset, (2003), Javorcik e Spatareanu (2009), Joudia (2018) e Cappa *et al.* (2019).

Chkir e Cosset (2003) sugerem que há uma diminuição no endividamento médio no ano de aquisição, que aumenta apenas do primeiro para o terceiro ano, após essa aquisição. Isso denota que, além do impacto do tamanho e da lucratividade na estrutura de capital, o financiamento da dívida também aumenta quando a empresa não possui subsidiárias em outro país, o que aponta para o efeito da diversificação. Javorcik e Spatareanu (2009) confirmaram que as empresas fornecedoras de empresas multinacionais apresentam menos restrição de crédito, de modo a indicar a autosseleção de firmas com menor restrição para fornecedores multinacionais, e não aos benefícios relacionados ao fornecimento, o que sugere boa relação dos mercados de crédito em relações comerciais.

Joudia (2018) confirmou a causalidade reversa entre os elementos abordados na relação. Entretanto, há uma relação causal bidirecional, mas inversa entre a lucratividade e o endividamento, pois a estabilidade não confirma a relação entre diversificação e alavancagem. O estudo oferece novos caminhos para pesquisas que envolvam estratégia de diversificação, estrutura de capital e lucratividade no setor financeiro, com o intuito de auxiliar gestores em melhores escolhas estratégicas e financeiras, e utiliza essa estrutura dinâmica. Finalmente, Cappa *et al.* (2019) investigaram o efeito causado pelas estratégias de internacionalização, diversificação e integração na estrutura de capital. Observaram que a estratégia corporativa impacta empresas internacionalizadas e integradas com menos exposição financeira externa, enquanto empresas diversificadas, com maior valor de dívida e dependendo da estratégia utilizada, impactam as decisões de investimento.

Depreende-se do exposto que, em relação aos determinantes da estrutura de capital, existem diferentes implicações para os modelos que os analisam. Frank e Goyal (2009) consideram que as empresas são responsáveis por decidir sobre o uso de financiamento da dívida, e elas realocam alguns fluxos de caixa futuros. No entanto, alertam que os fatores que impulsionam essa decisão ainda devem ser explorados, apesar do esforço nessa direção observado na literatura nas últimas décadas. Com isso, o presente estudo se pauta na abordagem financeira relativa ao impacto na estrutura de capital e na abordagem gerencial relativa às estratégias de negócios.

2.2 Estratégias de negócios de Miles e Snow (1978)

Este estudo apoia-se nas estratégias de negócios propostas por Miles e Snow (1978) para caracterizar o comportamento das empresas em termos estratégicos e seus efeitos na estrutura de capital. Segundo os autores, as estratégias de negócios podem ser classificadas em: prospectoras, defensoras, analisadoras ou reatoras. Miles e Snow (1978) destacam que empresas defensoras e prospectoras se apoiam em extremos de características distintas, ao contrário das tipologias analisadora e reatora. Alinhado com o estudo de Beuren e Gomes (2022), apenas os dois arquétipos extremos trazidos pela literatura foram considerados, ou seja, os perfis estratégicos defensor e prospector.

A estratégia prospectora está voltada a atingir novos mercados e a manter a reputação de inovação no desenvolvimento de produtos, portanto, se apoia mais nesse propósito do que na alta lucratividade (Miles & Snow, 1978). Isso pode ocasionar falhas e levar as prospectoras a terem dificuldades em alcançar determinados níveis de lucro. Ocorre que as prospectoras aumentam o risco com estratégias de inovação de produtos e mercados, mais propensas a falhas ao optarem por estratégias mais arriscadas (Rajagopalan, 1997).

Por outro lado, a estratégia defensora busca isolar uma parte do mercado total e criar um domínio, mesmo que com um conjunto limitado de produtos e direcionado a um segmento restrito do mercado (Miles & Snow, 1978). Por terem esse problema empresarial, as defensoras, por meio da liderança em custos, se utilizam de procedimentos técnicos e padronizados para obter maior eficiência de custos (Zhang, 2020).

A estratégia analisadora, por sua vez, combina os tipos defensor e prospector, com o intuito de minimizar o risco e buscar o aumento no lucro. Essa tipologia enfatiza os pontos fortes das outras duas classificações, caracteriza a busca pela eficiência técnica com custos menores e se apoia na ideia de novos produtos e serviços de maneira mais branda, se comparada à defensora (Zhang, 2020). Presume-se que as analisadoras, por compartilharem características dessas duas estratégias, consideram o risco e a incerteza dos ambientes.

No que se refere à estratégia reatora, é adotada por empresas que apresentam instabilidade e não possuem mecanismos de resposta para serem colocadas frente às mudanças no ambiente (Miles & Snow, 1978). Portanto, as organizações reatoras não se adaptam às mudanças do ambiente e não possuem práticas institucionalizadas quanto às alterações na gestão. Com base nisso, Miles e Snow (1978) expõem que essa estratégia é um resíduo, ou seja, quando não há a observância de alguma das outras três estratégias, a empresa é classificada como reatora.

As estratégias de Miles e Snow (1978) foram consideradas em estudos nacionais, como de Ghobril e Moori (2009) e Pletsch, Dal Magro, Silva e Lavarda (2015). Ghobril e Moori (2009) pesquisaram a dinâmica do alinhamento estratégico entre indústrias de bens, de capital e de alimentos. Os resultados evidenciaram ter relação significativa entre o contexto ambiental, a estrutura e os processos organizacionais internos. O estudo destacou ainda a dinâmica com que as organizações se desenvolvem conforme a estratégia adotada.

Pletsch *et al.* (2015) identificaram que as estratégias são capazes de auxiliar na explicação das medidas de desempenho econômico-financeiro analisadas, sendo que empresas prospectoras tendem a apresentar maior rentabilidade do patrimônio líquido e melhor liquidez, ao passo que empresas reatoras apresentam menor desempenho.

Essas pesquisas, realizadas em âmbito nacional, relacionaram as estratégias de Miles e Snow (1978) com o desempenho, e contrastaram com as pesquisas internacionais apresentadas no tópico anterior, que investigaram a relação entre estratégia corporativa e estrutura de capital. Com isso, este estudo revisita a conceituação de Miles e Snow (1978) para argumentar que a estratégia de negócios pode impactar e ser um determinante para a estrutura de capital de uma empresa.

2.3 Hipóteses

As hipóteses da pesquisa são apoiadas nas características preconizadas por Miles e Snow (1978), de forma a sustentar a presunção de que as estratégias prospectora e defensora possuem impactos distintos nas escolhas das empresas sobre o uso de recursos próprios ou de terceiros para financiar suas atividades. Apesar da diversidade de tipologias estratégicas, Anwar e Hasnu (2016) argumentam que essa estrutura vem sendo classificada como mais examinada, duradoura e validada, sendo debatida e apoiada por vários pesquisadores. Ademais, a revisão da literatura feita por Anwar et al. (2021) revelou que a tipologia de Miles e Snow (1978) é amplamente utilizada em áreas como gestão, sistemas de informação e pesquisa empresarial, contrastando com a escassez observada em contabilidade e finanças.

Em consonância com a tipologia de Miles e Snow (1978), empresas prospectoras, por considerarem os avanços na inovação que impactam nas escolhas estratégicas (Dobucsh & Kapeller, 2017) e a importância da relação entre estratégica e lucro (Cappa et al., 2019), estão mais propensas a explorar oportunidades de mercado. Empresas defensoras, por outro lado, optam por atuar em uma área restrita, o que se configura como uma estratégia mais previsível.

As empresas prospectoras vislumbram novos produtos e mercados (Miles & Snow (1978), logo, existe a propensão de apresentarem menor rentabilidade e menores fluxos de caixa, já que tendem a despendem um volume significativo de recursos com pesquisa e desenvolvimento (P&D) (Bentley-Goode et al., 2019). Assim, tendem a esgotar seus recursos próprios com gastos em P&D e a depender mais de financiamento externo. Por isso, presume-se que nas empresas prospectoras, a estrutura de capital seja composta principalmente por capital de terceiros. Diante disso, conjectura-se que:

H1: Empresas prospectoras tendem a ter maior dependência de capital de terceiros para financiar suas atividades.

Ao caracterizarem as empresas defensoras, Miles e Snow (1978) sugerem que essas são capazes de gerar fundos internamente por meio de suas operações, uma vez que, devido ao seu comportamento defensivo, obterão domínios de mercado e produto e atribuirão maior atenção à eficiência. Dessa forma, empresas defensoras, por gerarem fundos internamente e buscarem se manter no mercado em que atuam com eficiência, tendem a depender menos de capital de terceiros para financiar suas atividades.

A estratégia defensora tende a priorizar o financiamento interno, e leva em conta o fato dessas empresas serem capazes de gerar fundos internos por conta de suas operações. Como buscam dominar o mercado em que atuam, podem depender fortemente das finanças internas e da dívida (Myers, 1984), dado que optam primeiramente por financiar seus recursos internamente. Assim, espera-se que, nas empresas defensoras, a estrutura de capital seja composta em maior parte por capital próprio. Dessa maneira, postula-se que:

H2: Empresas defensoras tendem a ter maior dependência de capital próprio para financiar suas atividades.

Optou-se por não desenvolver uma hipótese para a estratégia analisadora, uma vez que essas empresas são propensas a equilibrar o financiamento de capital. Além disso, os analísadores possuem atributos tanto de defensores como de prospectores, o que faz com que estabilizem suas ações com o tempo para formar um padrão de resposta ao ambiente (Anwar *et al.*, 2021). Ademais, por contemplar separadamente cada classificação, entende-se que seja possível adicionar maior entendimento referente à escolha de capital de cada uma delas, sem contaminar a análise, de modo a utilizar uma classificação que contempla os dois tipos de estratégia, como é o caso da estratégia analisadora.

Ao analisar a temática relacionada às escolhas estratégicas, vale ressaltar que o comportamento organizacional é determinado anteriormente pelas condições ambientais, e que as escolhas feitas pela alta administração advêm do processo organizacional (Miles & Snow, 1978). Sob um campo mais específico, a literatura financeira aponta que a estratégia das empresas pode ser um dos fatores que impacta a estrutura de capital (Cappa *et al.*, 2019).

3. Procedimentos Metodológicos

A população da pesquisa é composta por empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³ e disponíveis na base de dados *Refinitiv Eikon*. No Brasil, há legislação específica que trata do pagamento obrigatório mínimo de dividendos de 25% do lucro líquido ajustado em empresas de capital aberto (Galvão, Santos & Araújo, 2018). Porém, esses autores destacam que há uma prática comum de, além da parcela obrigatória, pagar o *payout* incremental, o que indica um pagamento de dividendos aos acionistas acima do obrigatório. Em decorrência disso, as empresas limitam os recursos gerados em suas operações, uma vez que parte é destinada ao pagamento obrigatório de dividendos.

Para o delineamento da amostra, foram excluídas empresas do setor financeiro (190 observações) e de utilidades (225 observações), empresas sem classificação de setor (35 observações), empresas que não evidenciaram as informações necessárias para o cálculo das variáveis (608 observações) e empresas com patrimônio líquido negativo (48 observações). Empresas do setor financeiro e de utilidades foram excluídas em função das regulamentações específicas, o que poderia induzir análises dos resultados no nível de empresa, sendo esses não comparáveis com outras empresas (Khedmati, Lim, Naiker & Navissi, 2019; Zhang, 2020). Empresas sem classificação de setor foram excluídas, uma vez que essa informação é necessária para a determinação da estratégia de negócios. Após as exclusões, a amostra resultou em 440 observações de empresas brasileiras de capital aberto.

Uma pesquisa de arquivos (*archival research*) foi realizada considerando o período de 2015 a 2019. Os dados das variáveis foram coletados desde 2010, ano em que as empresas brasileiras passaram a adotar, obrigatoriamente, as normas internacionais de contabilidade (*International Financial Reporting Standards* – IFRS). Esse ano inicial de coleta foi considerado para viabilizar as análises do período de 2015 a 2019, dada a necessidade de cinco anos anteriores para o cálculo da média móvel da variável estratégia de negócios. Portanto, justifica-se esse período pela necessidade de informações contábeis de cinco anos anteriores ao início da análise das seis medidas da variável estratégia de negócios.

Sobre os efeitos da adoção completa das IFRS, a justificativa se apoia nos argumentos de Klann e Beuren (2018), sobre consideráveis mudanças contábeis nas empresas no período pré e pós adoção das IFRS. Por isso, optou-se por não considerar o período anterior à adoção das IFRS nesta pesquisa, uma vez que as alterações em contas patrimoniais e de resultados poderiam enviesar os resultados da pesquisa. Assim, os dados foram coletados desde 2010 e analisados a partir de 2015.

As empresas que compõem a amostra estão distribuídas ao longo dos anos em nove setores, classificados pela Indústria Global de Classificação Padrão (*Global Industry Classification Standard* – GICS), conforme Tabela 1.

Tabela 1

Classificação das empresas da amostra por setor ao longo dos anos

Setores	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Materiais Básicos	10	12	12	11	10	55
Consumo Cíclico	8	8	9	10	10	45
Consumo Não Cíclico	21	22	22	24	22	111
Energia	6	6	6	6	6	30
Saúde	7	7	7	8	8	37
Indústria	20	20	20	20	17	97
Imobiliário	8	7	7	7	7	36
Tecnologia	3	3	2	2	1	11
Serviços de Telecomunicação	4	2	3	5	4	18
Total	87	87	88	93	85	440

Fonte: dados da pesquisa.

Como a amostra da pesquisa é caracterizada por um painel não balanceado, a quantidade de empresas analisadas em cada ano varia de 85 a 93; ressalta-se que ao longo dos cinco anos tem-se 440 observações. Quanto aos setores, o consumo não cíclico, composto pelos subsectores de agropecuária, alimentos processados, bebidas, comércio e distribuição de produtos de uso pessoal e de limpeza, é o mais representativo da amostra, com 111 observações. O setor menos representativo é de tecnologia, com 11 observações.

3.1 Variáveis de pesquisa

A Tabela 2 apresenta as variáveis utilizadas nesta pesquisa e a respectiva descrição, forma de cálculo e autores que embasaram as escolhas.

Tabela 2

Variáveis da pesquisa

Variável	Descrição	Cálculo	Autores
Variável Dependente			
Estrutura de capital (EC_{it})	Mensura quanto a empresa captou de recursos de terceiros para cada R\$1,00 de recursos próprios	Passivo total dividido pelo patrimônio líquido	Adaptado de Cappa <i>et al.</i> (2019)
Variável Independente			
Estratégia de negócios (EN_{it})	Classifica as empresas como prospectoras ou defensoras	Ranking de seis variáveis*	Bentley-Goode <i>et al.</i> (2019)
Variáveis de Controle			
Lucratividade (LR_{it})	Mensura a rentabilidade sobre o ativo	Lucro líquido antes dos itens extraordinários dividido pelo ativo total	Jaisinghani e Kanjilal. (2017); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Tamanho (TAM_{it})	Mensura o tamanho da empresa com relação a receita	Logaritmo natural da receita	Attar (2014); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Risco (RIS_{it})	Mensura o risco sistemático do mercado, pelo Beta	Relação entre a covariância do retorno do ativo e a variância do retorno do mercado	Cappa <i>et al.</i> (2019)
Liquidez (LIQ_{it})	Mensura a liquidez corrente	Ativo circulante dividido pelo passivo circulante	Pletsch <i>et al.</i> (2015); Cappa <i>et al.</i> (2019)
Tangibilidade ($TANG$)	Mensura o nível de tangibilidade	Ativo Imobilizado dividido pelo ativo total	Henrique, Silva, Soares e Silva (2018)
Setor	Representa a principal atividade da empresa.	<i>Dummies</i> para cada setor classificado pelo GICS Sector Code	Zhang (2020)
Ano	Representa o período de análise, de 2015 a 2019.	<i>Dummies</i> de ano	Zhang (2020)

*O detalhamento do ranking de seis variáveis é apresentado na Tabela 3.

A variável dependente, estrutura de capital, analisa a escolha entre recursos de capital próprio ou de terceiros. Essa medida foi adaptada de Cappa *et al.* (2019), que a utilizaram para verificar o quanto as empresas possuem de passivo, levando em consideração o total de valor aplicado em ativos, com o intuito de representar o total de dívidas para o financiamento dos ativos. Portanto, como *proxy* para determinar a relação entre a estratégia de negócios e a estrutura de capital, para esta variável considerou-se o montante de capital de terceiros que a empresa captou (passivo total) em relação ao seu capital próprio (patrimônio líquido). Ainda, de forma complementar, analisou-se a estrutura em relação ao ativo. Decorre que empresas com índices de liquidez mais altos tendem a apresentar maior capacidade de cumprir com suas obrigações, o que resulta em maior alavancagem financeira (Cappa *et al.*, 2019).

A variável dependente foi baseada em Barton e Gordon (1987), fundamentada em Andrews (1980) do ponto de vista da estratégia corporativa; ressalta-se que o ponto de financiar a empresa (dívida *versus* patrimônio) está atrelado a uma decisão funcional financeira, e que deve apoiar a estratégia de longo prazo. Conforme esse autor, a principal implicação que a economia financeira poderia ter nesse caso seriam apontamentos da alta administração na seleção de uma estrutura de capital. Frank e Goyal (2009) alertam que, com base na teoria *pecking-order*, não há um índice de endividamento ótimo. Barton e Gordon (1987) expõem quanto à estrutura de capital, que a economia financeira não dispõe de um acordo sobre os fatores que podem afetar a seleção de uma posição específica de alavancagem.

Para a estratégia de negócios, foi considerada como *proxy* o *ranking* desenvolvido por Bentley-Goode *et al.* (2019), que classificaram empresas entre prospectoras e defensoras, baseados na tipologia de Miles e Snow (1978). A Tabela 3 elucida detalhes dessa variável.

Tabela 3

Detalhamento da variável estratégia de negócios

Variável	Medida	Cálculo	Esperado
EN1	Desenvolvimento de novos produtos	Proporção entre despesas com P&D e vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que investem extensivamente em P&D para localizar e desenvolver novas oportunidades no mercado de produtos.
EN2	Exploração de novas oportunidades de mercado de produtos	Proporção entre despesas gerais, administrativas e de vendas sobre as vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras devido ao seu investimento significativo em atividades de <i>marketing</i> .
EN3	Oportunidade de crescimento	Taxa de crescimento anual das vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que exibem padrões de crescimento rápidos e esporádicos à medida que novas oportunidades de mercado de produtos se tornam viáveis.
EN4	Eficiência de produção e distribuição	Proporção entre o número de funcionários e vendas	Espera-se que seja maior para as prospectoras que não atingem a máxima eficiência de produção devido ao foco na inovação.
EN5	Intensidade de capital	Razão entre o ativo imobilizado e ativo total	Espera-se que seja mais baixa para as prospectoras, devido à sua baixa intensidade de capital para manter a flexibilidade em suas linhas de produção em constante mudança.
EN6	Estabilidade gerencial	Desvio-padrão do número de funcionários	Espera-se que seja maior para as prospectoras, porque seu mandato de gerência é mais curto e os gerentes geralmente são contratados fora da empresa.

Fonte: adaptada de Bentley-Goode *et al.* (2019).

Definidas essas seis medidas, calculou-se a média móvel de cada uma delas, considerando cinco anos anteriores ao início da análise, ou seja, os dados de 2010 a 2014 foram utilizados para calcular a média móvel dos anos seguintes, de 2015 até 2019. A média móvel de cada uma das seis variáveis foi agrupada por quintil, considerando cada setor e ano. Os valores dos quintis foram somados, de forma a desenvolver um *score* para cada empresa, que varia de 6 a 30, e os maiores (menores) níveis representam as empresas prospectoras (defensoras). Ressalta-se que para a criação do *score*, a escala da variável EN5 foi invertida, para que o quinto quintil representasse características de empresas prospectoras, assim como os demais (Bentley-Goode *et al.*, 2019).

O *score* da estratégia de negócios foi transformado em variável binária, conforme o estudo de Zhang (2020), atribuindo-se 1 para as empresas com pontuações acima da mediana da amostra (16 pontos), e 0, caso contrário, o que representou uma separação de empresas prospectoras (1) e defensoras (0). Para testes adicionais, o *score* da estratégia de negócios foi separado pelos seus percentis: no primeiro caso, atribuiu-se 1 para empresas com *score* acima do percentil 75 (18 pontos), 0 caso contrário; e, no segundo caso, atribuiu-se 1 para empresas com *score* abaixo do percentil 25 (14 pontos), e 0 caso contrário. Essas separações foram utilizadas como testes de sensibilidade e visaram identificar empresas fortemente prospectoras (acima do percentil 75) e defensoras (abaixo do percentil 25).

As variáveis de controle foram baseadas no estudo de Cappa *et al.* (2019), que consideraram a lucratividade, o tamanho, o risco e a liquidez como variáveis que refletem fatores específicos de cada empresa que afetam a estrutura financeira. A influência da lucratividade na estrutura de capital das empresas pode ser entendida de duas formas, pela ótica da teoria *pecking-order* ou do *trade-off*. A primeira sugere que empresas mais lucrativas preferem financiar suas atividades com recursos internos por conveniência econômica e para reduzir assimetria informacional. A segunda sugere que a maior lucratividade leva as empresas a preferirem recursos externos devido aos benefícios fiscais.

Com relação ao tamanho, presumiu-se que empresas maiores possuem menor dependência de recursos de terceiros, pois têm menos custos de transação (Wald, 1999) e acesso mais favorável ao mercado de capitais (Attar, 2014). Por outro lado, argumenta-se que empresas maiores, por possuírem mais ativos tangíveis para dar em garantia aos empréstimos bancários, possuem maior endividamento (Coleman, Cotei & Farhat, 2016). Além disso, empresas maiores têm menor probabilidade de inadimplência, o que torna o acesso ao capital de terceiros mais favorável (Cappa *et al.*, 2019).

A variável risco reflete a variação total esperada dos lucros futuros e é mensurada pelo beta do patrimônio (Cappa *et al.*, 2019). Espera-se que o risco afete negativamente a política financeira das empresas, já que quanto mais arriscado o negócio, maior tende a ser seu lucro e a relação custo-volatilidade. A variável liquidez pode ter efeito na estrutura de capital, pois maior liquidez gera maior capacidade de cumprir com obrigações, o que pode facilitar o acesso ao capital de terceiros. Finalmente, a variável de tangibilidade foi inserida no modelo como forma de explicar a estrutura de capital, pois Henrique *et al.* (2018) afirmam que a tangibilidade é um fator que potencializa a ampliação de capital de terceiros, por representar uma forma de garantia de pagamento.

3.2 Operacionalização

Para verificar o impacto das estratégias de negócio na estrutura de capital, utilizaram-se as técnicas de correlação e regressão. A regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinais (OLS) foi operacionalizada com controle de efeito fixo de ano e setor. O modelo econométrico está representado na Equação 1.

$$TA_{it} = \alpha + \beta_1 1/Ativo_{i,t-1} + \beta_2 \Delta REC_{i,t} + \beta_3 IMOB_{i,t} + \beta_4 FCO_{i,t} + \beta_5 FCO_{i,t-1} + \beta_6 TA_{i,t-1} \varepsilon_{i,t} \quad \text{Equação 1}$$

Para verificar os pressupostos da regressão OLS, foram realizados testes padrão, sendo *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos, *White* para homogeneidade dos resíduos e *Variance Inflation Factor* (VIF) para multicolineariedade entre as variáveis da pesquisa. Apenas o pressuposto de normalidade dos dados não foi testado, pois pela quantidade de observações assume-se o teorema central do limite, o qual pressupõe que, para um número considerável de observações, os dados se ajustam a uma distribuição normal.

3.3 Testes adicionais

Como teste adicional, realizou-se o *Propensity Score Matching (PSM)*, que é um *score* de propensão desenvolvido por Rosenbaum e Rubin (1983), responsável por gerar pesos às observações de acordo com critérios pré-selecionados. Nesta pesquisa, a amostra foi separada em um grupo tratado (empresas prospectoras) e um grupo de controle (empresas defensoras) e os critérios de propensão compreenderam todas as variáveis de controle além das variáveis de setor e ano. Como a amostra desta pesquisa é composta por 221 observações de empresas prospectoras, o PSM escolheu outras 221 observações de empresas defensoras para realizar o *matching*. Dado que na amostra há menos observações de empresas defensoras (219), o PSM repete observações para comparação com o grupo tratado, no total, a amostra do PSM foi de 442 observações.

Utilizou-se ainda uma *proxy* alternativa para mensurar estrutura de capital. Frank e Goyal (2009) destacam que, de acordo com a teoria *pecking-order*, não há um índice de endividamento ótimo, sendo esse evidenciado com base na assimetria da informação, e que tanto a *pecking-order* como a *trade-off* partem de imperfeições do mercado. Assim, utiliza-se uma *proxy* que parte da perspectiva do total de dívidas para financiar os ativos das firmas e compara-se com o valor contábil, alinhado com Ferri e Jones (1979), Frank e Goyal (2009), Abdioğlu (2019) e Cappa *et al.* (2019). Essa medida adicional é mensurada pela divisão do passivo total pelo ativo total, a qual determina o quanto dos recursos (ativos) são financiados com capital de terceiros. Quanto maior for tal índice, maior é a dependência de capital de terceiros da empresa. Assim, essa variável foi utilizada como forma de verificar a robustez da medida principal de estrutura de capital.

4. Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 4 apresenta as empresas da amostra classificadas conforme suas estratégias de negócios, e evidencia a quantidade de empresas classificadas como defensoras e prospectoras.

Tabela 4

Estratégia de negócios das empresas da amostra por setor

Setores	Amostra Total		Prospectoras		Defensoras	
	Nº Observações		Nº Observações		Nº Observações	
Consumo Cíclico	45	10%	26	12%	19	9%
Consumo Não Cíclico	111	25%	68	31%	43	20%
Energia	30	7%	16	7%	14	6%
Saúde	37	8%	14	6%	23	11%
Indústria	97	22%	40	18%	57	26%
Imobiliário	36	8%	14	6%	22	10%
Tecnologia	11	3%	4	2%	7	3%
Serviços de Telecomunicação	18	4%	12	5%	7	3%
Materiais Básicos	55	13%	27	12%	28	13%
Total	440	100%	221	100%	219	100%

Nota: setores classificados de acordo com GICS.

Das 440 observações, 221 são de empresas classificadas como prospectoras e 219 de empresas classificadas como defensoras. Ao analisar o percentual de empresas prospectoras e defensoras por setor, há uma equivalência, como, por exemplo, no setor de materiais básicos, 12% são empresas defensoras e 13% empresas prospectoras.

Essa análise denota equivalência no número de empresas com estratégias de negócios distintas, tanto em relação à amostra geral, como aos setores em específico. Isso revela que em todos os setores existem empresas que se enquadram como prospectoras e defensoras (Miles & Snow, 1978). Portanto, essa amostra é passível de gerar resultados consistentes, já que considera uma proporção equivalente de empresas com as diferentes estratégias de negócios.

A Tabela 5 apresenta estatísticas descritivas das principais variáveis da pesquisa.

Tabela 5

Estatísticas descritivas das variáveis

Painel A. Amostra total					
	Média	Mediana	DP	25p	75p
EC_{it}	4,6333	1,2928	22,0366	0,7205	2,7343
LR_{it}	0,0339	0,0335	0,0803	0,0005	0,0725
TAM_{it}	21,7180	21,5514	1,7718	20,4836	22,8287
RIS_{it}	0,8112	0,7800	0,5239	0,5000	1,0250
LIQ_{it}	2,0246	1,5855	1,5399	1,1747	2,3657
$TANG_{it}$	0,2529	0,2260	0,2059	0,0700	0,3923
Observações	440				
Painel B. Teste t de médias entre grupos de empresas prospectoras e defensoras					
	Prospectoras	Defensoras	t		
EC_{it}	6,7010	2,5466	-1,9838**		
LR_{it}	0,0313	0,0365	0,6799		
TAM_{it}	22,0940	21,3385	-4,5722***		
RIS_{it}	0,8510	0,7710	-1,6042		
LIQ_{it}	1,9388	2,1112	1,1746		
$TANG_{it}$	0,2181	0,2880	3,6075***		
Observações	221	219			

Nota 1: significante ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: 25p = Percentil 25; 75p = Percentil 75.

Legenda: EC_{it} = estrutura de capital; $PROSP_{it}$ = prospectoras; LR_{it} = lucratividade; TAM_{it} = logaritmo natural da receita; RIS_{it} = risco sistemático do mercado; LIQ_{it} = liquidez corrente.

No Painel A, a variável estrutura de capital (EC_{it}) indica que, em média, as empresas da amostra possuem R\$4,63 de capital de terceiros para cada R\$1,00 de capital próprio. Contudo, o elevado desvio-padrão indica que existem observações extremas, principalmente no limite superior, o que eleva a média. A mediana evidencia que 50% das empresas possuem menos que R\$1,29 de capital de terceiros a cada R\$1,00 de capital próprio, o que revela um menor nível de dependência de capital de terceiros. Para essas empresas, observa-se maior dependência de capital próprio do que de terceiros, o que confirma os preceitos da teoria *pecking-order* de Modigliani e Miller (1958; 1963). A depender das características das estratégias de negócios de Miles e Snow (1978), as empresas optam por esse custo de capital.

Com relação às demais variáveis, a amostra se apresenta, em média, pouco lucrativa. Na liquidez corrente, para cada R\$1,00 de passivo circulante, as empresas possuem R\$ 2,02 de ativo circulante, o que indica existência de capital de giro e recursos suficientes para quitar as obrigações. Por fim, a variável tangibilidade indica que para cada R\$1,00 em ativos totais, a empresa utiliza possui R\$0,25 de imobilizado.

O risco sistêmico, que evidencia a sensibilidade de um ativo em relação ao mercado, indica que a maioria das empresas possui ativos defensivos. Se o risco sistêmico for menor que 1, considera-se que as ações acompanham em menor nível as oscilações do mercado, o que ocorre em aproximadamente 75% da amostra. Decorre que as empresas prospectoras optam por aumentar o risco para inovação de produtos e mercados (Rajagopalan, 1997). A variabilidade pode influenciar na cobrança de prêmios mais altos para os credores concederem recursos, o que dificulta o acesso ao capital de terceiros para empresas com alto risco (Cappa *et al.*, 2019).

No Painel B, o teste *t* de médias entre as variáveis da pesquisa, considerando o grupo de empresas prospectoras (221 observações) e defensoras (219 observações), indica que, em média, as empresas prospectoras são maiores (TAM) e possuem menor nível de tangibilidade do que as defensoras (TANG). Com relação à variável de interesse, as empresas prospectoras possuem média consideravelmente superior de estrutura de capital (EC), em comparação à média das empresas defensoras. Esse resultado sugere de forma preliminar que as empresas prospectoras utilizam mais capital de terceiros do que as defensoras.

A Tabela 6 apresenta a matriz de correlação de *Pearson* (adequada para dados com distribuição normal) entre as principais variáveis da pesquisa.

Tabela 6.

Matriz de correlação

	EC _{it}	PROSP _{it}	LR _{it}	TAM _{it}	RIS _{it}	TANG _{it}
EC _{it}	1					
PROSP _{it}	0,0944**	1				
LR _{it}	-0,1106**	-0,0325	1			
TAM _{it}	-0,1643***	0,2134***	0,1077**	1		
RIS _{it}	0,0545	0,0764	-0,1309***	0,0189	1	
TANG _{it}	-0,0754	-0,1699***	-0,0701	0,1818***	0,0683	1
LIQ _{it}	-0,1086**	-0,0560	0,2734***	-0,2018***	-0,0475	-0,0872*

Nota: significativo ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Legenda: EC_{it} = estrutura de capital; PROSP_{it} = Prospectoras; LR_{it} = lucratividade; TAM_{it} = logaritmo natural da receita; RIS_{it} = risco sistemático do mercado; LIQ_{it} = liquidez corrente.

No modelo apresentado pela Equação 1, tamanho (TAM_{it}), lucratividade (LR_{it}) e liquidez (LIQ_{it}) se mostraram negativamente correlacionadas com a *proxy* de estrutura de capital, o que representa, preliminarmente, que empresas mais lucrativas, maiores e com maiores níveis liquidez utilizam menos capital de terceiros.

A Tabela 7 apresenta os resultados da Equação 1, foco desta investigação. Dois modelos são apresentados para esta análise: modelo 1, exposto pela Equação 1; e modelo 2, sem considerar as variáveis de controle.

Tabela 7

Resultados da relação entre estratégia de negócios (mediana) e estrutura de capital

Variáveis	Modelo 1 - EC_{it}			Modelo 2 - EC_{it}		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Constante	75,2458***	4,45		-2,7546	-0,59	
PROSP _{it}	6,0873***	2,78	0,1382	5,2524**	2,47	0,1193
LR _{it}	-9,7789	-0,70	-0,0356			
TAM _{it}	-3,3111***	-4,69	-0,2662			
RIS _{it}	1,5423	0,69	0,0366			
LIQ _{it}	-1,6853**	-2,23	-0,1177			
TANG _{it}	-8,9956	-1,39	-0,0840			
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		11,37%			5,06%	
R-Adj		7,58%			2,16%	
VIF máx.		1,74			1,04	
DW		1,5519			1,5245	
White		0,0000***			0,0149**	
Obs.		440			440	

Nota 1: significativo ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homocedasticidade dos resíduos.

Legenda: EC = estrutura de capital; Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

Tanto no modelo 1 como no modelo 2, a variável de interesse (PROSP_{it}) mostrou-se positiva e significativamente relacionada com estrutura de capital (EC_{it}). Sem considerar as variáveis de controle e apenas controlando efeitos fixos de setor e ano, empresas prospectoras parecem apresentar maior dependência de capital de terceiros. Isso é reforçado pelos resultados significativos ao nível de 1% no modelo 1, em que as variáveis de controle aumentaram o poder explicativo do modelo e isolaram efeitos por empresa, conferindo maior confiabilidade aos resultados.

Para confirmar esses resultados iniciais, foi realizada uma análise adicional da relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital, separando o *score* de estratégia de negócios pelo seu percentil 25 e 75. Nessa análise, buscou-se isolar as empresas com pontuações extremas, no que se refere às suas características defensoras ou prospectoras. Dessa forma, no modelo 3, foi atribuído 1 para empresas com pontuações superiores a 18 (percentil 75) e 0 para as demais. No modelo 4, foi atribuído 1 para empresas com pontuações inferiores a 14 (percentil 25) e 0 para as demais. Na Tabela 8 estão expostos os resultados.

Tabela 8

Resultados da relação entre estratégia de negócios (percentil 75 e 25) e estrutura de capital

Variáveis	Modelo 3 - EC _{it}			Modelo 4 - EC _{it}		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Constante	70,7647***	4,16		82,4931***	4,76	
PROSP _{it}	0,8523	0,36	0,0175			
DEFEN _{it}				-6,6223***	-2,89	-0,1441
LR _{it}	-12,4619	-0,89	-0,0454	-9,554	-0,70	-0,0355
TAM _{it}	-2,9352***	-4,18	-0,2359	-3,4380***	-4,81	-0,2764
RIS _{it}	1,8912	0,83	0,0449	2,1271	0,95	0,0505
LIQ _{it}	-1,7459**	-2,29	-0,1220	-1,6919**	-2,24	-0,1182
TANG _{it}	-12,8832**	-1,99	-0,1203	-9,5009	-1,48	-0,0887
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		9,77%			11,50%	
R-Adj		5,91%			7,72%	
VIF máx.		1,71			1,71	
DW		1,5333			1,5575	
White		0,0000***			0,0000***	
Obs.		440			440	

Nota 1: significativa ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homocedasticidade dos resíduos.

Legenda: EC = estrutura de capital; Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

O modelo 3 evidencia uma relação estatisticamente não significativa entre empresas classificadas como prospectoras e estrutura de capital. Isso indica que as empresas posicionadas entre a mediana e o percentil 75 eram as responsáveis por tornar significativa a relação entre a estratégia de negócios prospectora e a escolha por capital de terceiros. Com a exclusão dessas empresas nesta análise, o coeficiente passou a ser não significativo. Esses resultados divergem das evidências dos modelos 1 e 2, que empresas prospectoras tendem a depender com maior intensidade do capital de terceiros do que empresas defensoras.

Com relação às variáveis de controle dos modelos 1, 3 e 4, salienta-se que tanto os sinais como o nível de significância estatística convergem. Empresas mais lucrativas têm maior dependência de recursos de terceiros e empresas menores e com menor liquidez corrente parecem optar menos por essa fonte de recursos.

No modelo 4, em que se analisa a relação entre a estrutura de capital e as empresas classificadas como defensoras, os resultados coadunam com o pressuposto teórico deste estudo, de que tais empresas dependem especialmente de recursos próprios. A relação negativa e significativa ao nível de 1% entre empresas defensoras e a estrutura de capital revela que a escolha pela estratégia de negócios defensora instiga as empresas a utilizarem menos recursos de terceiros, se comparadas com as empresas prospectoras.

A Tabela 9 expõe os resultados do método PSM e da substituição da variável dependente pela medida alternativa de estrutura de capital. No método PSM (Modelo 5), o modelo foi operacionalizado com 442 observações, sendo 221 de empresas prospectoras e 221 de empresas defensoras. Para a *proxy* alternativa de estrutura de capital (Modelo 6), o modelo foi operacionalizado com todas as observações da amostra.

Tabela 9

Resultados da relação entre estratégia de negócios (mediana) e estrutura de capital pelo método PSM e medida alternativa de estrutura de capital

Variáveis	Modelo 5 – EC (PSM)			Modelo 6 – EC alternativo (OLS)		
	Coef.	t	β	Coef.	t	β
Const.	75,6568***	4,24		0,5678***	13,14	
PROSP _{it}	4,2225**	1,97	0,09591	0,0575***	2,92	0,1317
Crítérios PSM	SETOR, ANO, TAM, LR, RIS, LIQ, TANG					
Controles		Sim			Não	
EF Setor		Sim			Sim	
EF Ano		Sim			Sim	
R ²		12,09%			16,83%	
R-Adj		8,34%			14,29%	
VIF máx.		1,83			1,04	
DW		1,5454			1,5722	
White		0,0000***			0,0000***	
Obs.		442			440	

Nota 1: significativa ao nível de *0,10, **0,05, ***0,01.

Nota 2: EC alternativo = Passivo total dividido pelo ativo total; VIF máximo entre as variáveis é o teste para multicolineariedade. DW é o teste *Durbin Watson* para autocorrelação dos resíduos. *White* é o teste para homoscedasticidade dos resíduos.

Legenda: Coef. = Coeficiente; β = Beta Padronizado; Prosp. = variável categórica, em que 1 representa as empresas prospectoras e 0 as defensoras; LR = lucratividade; TAM = logaritmo natural da receita; RIS = risco sistemático do mercado; LIQ = liquidez líquida; TANG = Tangibilidade; EF = efeito fixo; R-Adj = R ajustado.

Na comparação dos modelos OLS e PSM com a medida alternativa de estrutura de capital, para o modelo OLS não foram incluídas as variáveis de controle, por evidenciarem que elas estavam inversamente correlacionadas com a variável dependente. Os resultados confirmam a análise principal e demonstraram que empresas prospectoras apresentam maior dependência de capital de terceiros. Nesse sentido, conforme hipotetizado, as empresas prospectoras, por investirem em novos produtos e mercados (Miles & Snow, 1978), tendem a apresentar menor rentabilidade, além de menores fluxos de caixa por investirem mais em pesquisa e desenvolvimento (Bentley-Goode et al., 2019). Além disso, os resultados também se mostram robustos para a medida alternativa de estrutura de capital testada pelo Modelo 6.

5. Discussão dos resultados

Os resultados apresentados evidenciam que, por meio da utilização das estratégias de negócios de Miles e Snow (1978), empresas prospectoras fazem uso mais intenso do capital de terceiros, enquanto empresas defensoras tendem a fazer uso mais intenso de recursos próprios. Essas evidências sugerem que a estrutura de capital é impactada pela estratégia de negócios das empresas pesquisadas e apresentam robustez ao serem confirmadas pelos testes realizados no presente estudo.

Assim, aceita-se a H_1 , dado que foi testado se prospectoras tendem a ter maior dependência de capital de terceiros para financiar suas atividades, e os resultados da análise principal e do PSM confirmaram a hipótese. Conforme preconizado por Miles e Snow (1978), essas tendem a investir em novos produtos e mercados. Também se aceita a H_2 desta pesquisa por atestar que defensoras tendem a ter maior dependência de capital próprio para financiar suas atividades. Os achados indicam que essas empresas dependem de recursos próprios, o que diminui a propensão em utilizar recursos de terceiros.

Estudos anteriores evidenciaram a estratégia como um determinante para a estrutura de capital (Chkir & Cosset, 2003; Javorcik & Spatareanu, 2009; Jouda, 2018; Cappa *et al.*, 2019). Tais estudos, contudo, investigaram o impacto das estratégias de diferenciação, internacionalização e integração na estrutura de capital. Desta forma, na presente pesquisa, expande-se a literatura anterior, por lançar luz sobre o impacto da estratégia de negócios de Miles e Snow (1978) na composição da fonte de recursos das empresas brasileiras. Isso contribui ao informar as empresas e seus gestores de que a escolha estratégica acerca de seus negócios tem impacto que vai além de seu comportamento de mercado e seus gastos em P&D, pois impacta também na composição das fontes de recursos.

Esta pesquisa confirma a relevância do papel da estratégia de negócios na formação do modelo de negócios e na determinação de fatores específicos das empresas, como escolhas gerenciais de fonte de recursos. Como confirmado pela H_1 e H_2 do estudo, isto depende da estratégia de negócios utilizada pela empresa, opte ela por fazer maior uso de capital interno ou não. Portanto, a principal contribuição deste estudo é evidenciar que empresas prospectoras e defensoras tendem a ter diferentes composições em sua estrutura de capital, devido às escolhas de financiamento da dívida.

Para cada classificação, opta-se entre financiamento interno ou externo. Entre os determinantes da estrutura de capital, como preconizado na literatura, a estrutura de capital combina a dívida e o patrimônio líquido da empresa para subsidiar suas decisões de investimento e financiamento (Kumar, Colombage e Rao, 2017). A estratégia de negócios de Miles e Snow (1978) abre caminho para novas investigações sobre as práticas das organizações para o alcance dos objetivos, e dependendo do tipo de estratégia, as empresas optam pelo controle de custos e por opções distintas de financiamento. Além dos fatores determinantes da estrutura de capital, a estratégia corporativa que advém do entendimento de que os gestores devem ser capazes de atender às condições ambientais (Miles & Snow, 1978) é possível inferir que essa capacidade influencia as decisões de financiamento.

6. Considerações Finais

Este estudo analisou a relação entre estratégia de negócios e estrutura de capital de empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão [B]³. Os resultados apontaram que a estratégia de negócios está relacionada à estrutura de capital. Em empresas prospectoras prevalece o financiamento com recursos de terceiros para fazer frente à expansão de mercado e seus extensivos gastos com P&D. Esses gastos implicam em menor lucratividade, assim, exigem capital de terceiros. Essa situação é agravada no contexto brasileiro pelo fato de as empresas terem seus recursos limitados em função da obrigatoriedade de distribuição de dividendos. Por outro lado, empresas defensoras, devido às suas características, parecem fazer uso mais extensivo de recursos próprios.

Esses achados revelam a importância de associar temas comumente considerados pertinentes à contabilidade gerencial (estratégia de negócios) ou à contabilidade financeira (estrutura de capital). Esta pesquisa demonstra interfaces entre essas amplas áreas ao evidenciar que escolhas gerenciais possuem impactos significativos em informações financeiras, o que é de interesse tanto dos gestores quanto dos investidores e acionistas.

Os resultados contribuem para a literatura sobre estratégias de negócios e estrutura de capital ao demonstrar que empresas com estratégias de negócios distintas tendem a estruturar a composição de capital de forma distinta. Os achados da pesquisa revelaram que estratégias distintas trazem impactos distintos na estrutura de capital das empresas, o que reflete na composição e no custo do capital, mesmo em empresas que fazem parte do mesmo cenário. Contribuem ainda com a literatura sobre estrutura de capital, ao evidenciar que a estratégia de negócios pode ser um determinante.

Para o mercado, este estudo contribui ao evidenciar que, por vezes, a estrutura de capital mais agressiva (dependente de capital de terceiros) pode ser resultante de uma escolha estratégia de expansão, como é o caso da estratégia prospectora. Os potenciais investidores podem compreender que o maior risco devido à dependência de capital de terceiros faz parte de uma estratégia de negócios que visa o crescimento futuro da empresa. Considerando que há uma estratégia, investidores podem se sentir mais confortáveis ao identificar essa composição da estrutura de capital. Ressalta-se que em um cenário emergente, como é o caso brasileiro, empresas que optam por inovação e expansão precisam buscar mais capital de fontes externas.

Subjacentes aos resultados devem ser consideradas as limitações desta pesquisa. Primeiro, quanto à variável estratégia de negócios, em que se calculou a média móvel de cada uma delas, considerando cinco anos anteriores. Estudos futuros podem calcular a média aumentando o período. Segundo, verificou-se que os resultados se alteram ao classificar diferentemente o *score* de estratégia de negócios, o que pode indicar uma limitação das empresas da amostra. Embora testes adicionais tenham sido realizados como forma de reforçar a confiabilidade dos resultados, pesquisas futuras podem investigar as relações aqui propostas, com o intuito de confirmar os resultados evidenciados. Terceiro, podem ainda inserir nos modelos econométricos a classificação das empresas em prospectoras e defensoras para explicar as decisões relativas ao uso de capital de terceiros em empresas brasileiras.

Referências

- Abdioğlu, N. (2019). The impact of firm specific characteristics on the relation between financial distress and capital structure decisions. *İşletme Araştırmaları Dergisi*, 11(2), 1057-1066. <https://doi.org/10.20491/isarder.2019.655>
- Andrews, K. R., & David, D. K. (1987). *The concept of corporate strategy* (Vol. 101). Homewood, IL: Irwin.
- Anwar, J., & Hasnu, S. A. F. (2016). Strategy-performance linkage: methodological refinements and empirical analysis. *Journal of Asia Business Studies*, 10(3), 303-317. <https://doi.org/10.1108/JABS-07-2015-0096>
- Anwar, J., Hasnu, S. A. F., Butt, I., & Ahmed, N. (2021). Miles and Snow Typology: most influential journals, articles, authors and subject areas. *Journal of Organizational Change Management*, 34(2), 385-402. <https://doi.org/10.1108/JOCM-07-2018-0190>
- Attar, A. (2014). *Corporate strategy and capital structure: An empirical study of listed manufacturing firms in Saudi Arabia*. Doctoral dissertation, Brunel University, London, England.
- Barton, S. L., & Gordon, P. I. (1987). Corporate strategy: useful perspective for the study of capital structure?. *Academy of Management Review*, 12(1), 67-75. <https://doi.org/10.2307/257994>

- Bentley-Goode, K. A., Omer, T. C., & Twedt, B. J. (2019). Does business strategy impact a firm's information environment? *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 34(4), 563-587. <https://doi.org/10.1177%2F0148558X17726893>
- Beuren, I. M., & Gomes, T. (2022). Manager resilience and the formation of networks: effects of the strategic priority of innovation. *Brazilian Business Review*, 19(4), 414-430. <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2022.19.4.4.en>
- Cappa, F., Cetrini, G., & Oriani, R. (2019). The impact of corporate strategy on capital structure: evidence from Italian listed firms. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 76(2), 379-385. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2019.09.005>
- Chkir, I., & Cosset, J. C. (2003). The effect of international acquisitions on firm leverage. *The Journal of Financial Research*, 26(4), 501-515. <https://doi.org/10.1111/1475-6803.00071>
- Coleman, S., Cotei, C., & Farhat, J. (2016). The debt-equity financing decisions of US startup firms. *Journal of Economics and Finance*, 40(1), 105-126. <https://doi.org/10.1007/s12197-014-9293-3>
- Dobusch, L., & Kapeller, J. (2017). Open strategy-making with crowds and communities: Comparing Wikimedia and Creative Commons. *Long Range Planning*, 51(4), 561-579. <http://dx.doi.org/10.1016/j.lrp.2017.08.005>
- Ferri, M. G., & Jones, W. H. (1979). Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of Finance*, 34(3), 631-644. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1979.tb02130.x>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: which factors are reliably important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Galvão, K. S., Santos, J. F., & Araújo, J. M. (2018). Dividendos, juros sobre capital próprio e níveis de payout: Um estudo investigativo sobre a política de distribuição de dividendos adotada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(36), 3-30. <http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n36p3>
- Ghobril, A. N., & Moori, R. G. (2009). Alinhamento estratégico entre indústrias de bens de capital e de alimentos: uma análise com base em Miles & Snow. *Gestão & Regionalidade*, 25(73), 6-20. <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=133417372002>
- Harris, C., & Roark, S. (2019). Cash flow risk and capital structure decisions. *Finance Research Letters*, 29, 393-397. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.09.005>
- 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. <https://doi.org/10.5585/riae.v17i1.2542>
- Jaisinghani, D., & Kanjilal, K. (2017). Non-linear dynamics of size, capital structure and profitability: Empirical evidence from Indian manufacturing sector. *Asia Pacific Management Review*, 22(3), 159-165. <https://doi.org/10.1016/j.apmr.2016.12.003>
- Javorcik, B. S., & Spatareanu, M. (2009). Tough love: Do Czech suppliers learn from their relationships with multinationals? *The Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 811-833. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9442.2009.01591.x>
- Jouida, S. (2018). Diversification, capital structure and profitability: A panel VAR approach. *Research in International Business and Finance*, 45(1), 243-256. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.155>
- Khedmati, M., Lim, E. K., Naiker, V., & Navissi, F. (2019). Business strategy and the cost of equity capital: An evaluation of pure versus hybrid business strategies. *Journal of Management Accounting Research*, 31(2), 111-141. <https://doi.org/10.2308/jmar-52171>

- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2018). Earnings management IFRS adoption in Brazilian and British companies. *International Journal of Disclosure and Governance*, 15(1), 13-28, 2018. <https://doi.org/10.1057/s41310-018-0032-4>
- Kumar, S., Colombage, S., & Rao, P. (2017). Research on capital structure determinants: a review and future directions. *International Journal of Managerial Finance*, 13(2), 106-132. <https://doi.org/10.1108/IJMF-09-2014-0135>
- Matemilola, B. T., Bany-Ariffin, A. N., Azman-Saini, W. N. W., & Nassir, A. M. (2018). Does top managers' experience affect firms' capital structure? *Research in International Business and Finance*, 45(1), 488-498. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.184>
- Miles, R. E., & Snow, C. C. (1978). *Organizational strategy, structure, and process*. New York: McGraw-Hill.
- 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.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- 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>
- Pletsch, C. S., Dal Magro, C. B., Silva, A., & Lavarda, C. E. F. (2015). Estratégias competitivas e desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 9(25), 16-30. <http://dx.doi.org/10.11606/rco.v9i25.82709>
- Rajagopalan, N. (1997). Strategic orientations, incentive plan adoptions, and firm performance: Evidence from electric utility firms. *Strategic Management Journal*, 18(10), 761-785. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199711\)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199711)18:10<761::AID-SMJ906>3.0.CO;2-2)
- Ramli, N. A., Latan, H., & Solovida, G. T. (2019). Determinants of capital structure and firm financial performance—A PLS-SEM approach: Evidence from Malaysia and Indonesia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 71(1), 148-160. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.07.001>
- Rosenbaum, P. R., & Rubin, D. B. (1983). The central role of the propensity score in observational studies for causal effects. *Biometrika*, 70(1), 41-55. <https://doi.org/10.1093/biomet/70.1.41>
- Saif-Alyousfi, A. Y., Md-Rus, R., Taufil-Mohd, K. N., Taib, H. M., & Shahar, H. K. (2020). Determinants of capital structure: evidence from Malaysian firms. *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, 12(3/4), 283-326. <https://doi.org/10.1108/APJBA-09-2019-0202>
- Wald, J. K. (1999). How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, 22(2), 161-187. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1999.tb00721.x>
- Zhang, R. (2020) Business strategy, stock price informativeness, and analyst coverage efficiency. *Review of Financial Economics*, 1-24(1). <https://doi.org/10.1002/rfe.1101>

A influência dos estágios do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e gerenciamentos de resultados nas companhias abertas da América Latina

Diego Dantas Siqueira

<https://orcid.org/0000-0002-1421-4080>

Gabriel Santos de Jesus

<https://orcid.org/0000-0002-3092-5368>

Lauro Vinício de Almeida Lima

<https://orcid.org/0000-0001-5474-5655>

Égon José Mateus Celestino

<https://orcid.org/0000-0003-3682-0791>

Resumo

Objetivo: Analisar a influência dos estágios do ciclo de vida (ECVs) na relação entre governança corporativa (GC) e gerenciamento de resultados (GR) das companhias abertas da América Latina.

Método: Dados de 278 empresas da América Latina foram coletados na Refinitiv Eikon®, analisados durante os anos de 2011 a 2021, utilizando o modelo de correção para autosseleção de Heckman (1979) e regressão linear múltipla, com correção para erros robustos e efeitos fixos de país, ano e setor, o que resultou em 1.792 observações. Utilizou-se o modelo de Dickinson (2011) para classificar os ECVs e o Modelo de Pae (2005) para o GR. Já os dados de GC foram mensurados a partir do pilar de governança da Refinitiv Eikon®.

Resultados: Verificou-se que a GC contribui para a redução do GR e que nos estágios iniciais (nascimento e crescimento) e maturidade há um menor nível de GR em relação aos estágios finais (turbulência e declínio). Ao se analisar a influência dos ECVs na relação entre GC e GR, constatou-se que há potencialização na eficácia da GC em reduzir o GR nos estágios iniciais em comparação aos estágios finais. Em contraste, no estágio de maturidade há uma redução na capacidade da GC em mitigar o GR, quando comparado aos estágios finais.

Contribuições: Fornece um melhor entendimento de como a eficácia dos mecanismos de GC em reduzir práticas de GR pode ser potencializada ou minimizada ao longo dos ECVs. Assim, as organizações podem se atentar ao ECV em que se encontram ao sofisticar seus mecanismos de controle.

Palavras-Chave: Gerenciamento de resultados; Governança corporativa; Estágios do ciclo de vida.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 25/2/2023. Pedido de revisão em 27/7/2023. Rodada 2: Resubmetido em 28/8/2023. Pedido de revisão em 3/11/2023. Aceito em 19/12/2023 por Renato Henrique Gurgel Mota, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 27/03/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

A qualidade das informações contábeis evidenciadas pela empresa constitui elemento-chave, pois possibilita a redução da assimetria de informações entre investidores internos e externos e, conseqüentemente, reduz os conflitos de interesses entre eles (Correia, Amaral & Louvet, 2017). A informação de qualidade é relevante para o processo decisório e representa com fidedignidade a situação da organização (Dechow, Ge & Schrand, 2010; Ma, Wang, Xu & Zhang, 2023), essa qualidade tem sido analisada pela literatura por meio da qualidade dos lucros reportados. De modo que para mensurar a qualidade da informação, as pesquisas empíricas normalmente utilizam *proxies* como gerenciamento de resultados (GR), persistência dos lucros, suavização dos resultados e conservadorismo (Paulo, 2007; Dechow *et al.*, 2010).

Apesar de as informações contábeis serem reguladas por órgãos responsáveis pelo funcionamento dos mercados, o processo de preparação dessas informações envolve o julgamento em opções de reconhecimento, mensuração e divulgação de eventos econômicos, e possibilita aos gestores fazer escolhas contábeis de forma a atingir algum objetivo específico, o que pode afetar a qualidade da informação contábil (Xu, 2007; Lima, Carvalho, Paulo & Girão, 2015; Santos, Guerra, Marques & Maria Júnior, 2020).

A literatura aponta um conjunto de incentivos individuais dos gestores para agirem em interesse próprio nas escolhas contábeis, tais como: evitar a divulgação de perdas ou declínios nos resultados contábeis, aumentar sua remuneração, atingir determinada meta relacionada aos resultados ou às expectativas de mercado (Martinez, 2001; Paulo, 2007). Desse modo, a busca por objetivos específicos podem levar os gestores a realizarem estratégias de GR, o que pode afetar negativamente a qualidade das informações contábeis (Soschinski, Haussmann, Peyerl & Klann, 2021).

Diante dos problemas de alinhamento de interesses entre os administradores e os detentores do capital que podem incentivar as práticas de GR, torna-se crucial que as organizações implementem mecanismos de controle para salvaguardar os interesses dos acionistas e assegurar informações mais transparentes e de qualidade aos *stakeholders* (Rahman & Ali, 2006). Entre esses mecanismos, estão as práticas de governança corporativa (GC); implementadas nas organizações com a finalidade de reduzir os conflitos de agência, (Correia *et al.*, 2017; Nazir & Afza, 2018) e, assim, reduzir a prática de GR (Peasnell, Pope & Young, 2005; Morás & Klann, 2020). Dessa forma, são encontradas evidências empíricas que apontam para a contribuição da GC para mitigar tais práticas (Bao & Lewellyn, 2017; Correia *et al.*, 2017; Soschinski *et al.*, 2021).

Mesmo com altos padrões de GC, o caso recente da Companhia Americanas S.A., listada no segmento de excelência em GC da B3, o “Novo Mercado”, revelou que melhores níveis de GC nem sempre conseguem mitigar riscos associados ao GR ou a fraudes contábeis. Em janeiro de 2023, a empresa comunicou a detecção de inconsistências contábeis que reduziram valores da conta de fornecedores em exercícios anteriores, o que resultou em cerca de R\$ 20 bilhões de passivos omitidos até a data-base de setembro de 2022. As consequências imediatas foram o pedido de recuperação judicial em janeiro de 2023 e o adiamento da divulgação das demonstrações financeiras de 2022 (Americanas, 2023). Muito embora a estrutura formal de governança da Americanas seguisse padrões, o caso destaca que a GC nem sempre consegue proteger os interesses dos acionistas.

Além disso, não há um consenso na literatura de que a GC é capaz de reduzir o GR, havendo estudos que encontraram relação negativa (Bao & Lewellyn, 2017; Correia *et al.*, 2017; Soschinski *et al.*, 2021), assim como outros que encontraram relação positiva ou não encontraram nenhuma relação (Erfurth & Bezerra, 2013; Konraht, Soutes & Alencar, 2016; Morás & Klann, 2020; Rahman & Ali, 2006; Waweru & Prot, 2018). Nesse sentido, talvez esses resultados controversos possam ser explicados, em parte, devido ao fato de a literatura não haver considerado outras características das empresas que pudessem afetar essa relação. A medida em que não apenas a governança é capaz de afetar o GR, mas também o estágio de ciclo de vida em que a empresa se encontra.

Uma vez que os interesses dos gestores em gerenciar os resultados podem ser distintos ao longo dos diferentes ECVs de uma empresa (Lima *et al.*, 2015; Souza & Moraes, 2019), os ECVs de uma firma podem exercer efeitos significativos sobre os aspectos mercadológicos, as estratégias de investimentos e financiamentos, as características de competitividade e qualidade e relevância das informações fornecidas pelas organizações em cada fase de vida da empresa (Dickinson, 2011; Lima *et al.*, 2015; Habib & Hasan, 2019).

Nesse sentido, o ECV na qual a empresa se encontra afeta suas características organizacionais, as prioridades dos gestores, bem como a adoção de mecanismos de GC (Dickinson, 2011; Habib & Hasan, 2019). Assim, ao longo dos ECVs os mecanismos de governança podem sofrer alterações, pois as funções de criação e preservação de riqueza da governança são necessárias em diferentes ECVs (Filatotchev, Toms & Wright, 2006; Habib & Hasan, 2019). Verificou-se empiricamente a associação entre o ECV e a estrutura de GC (O'Connor & Byrne, 2015; Li & Zhang, 2018). Desse modo, este estudo parte da premissa que a eficácia da GC em mitigar as práticas de GR pode ser potencializada ou atenuada a depender do ECV em que a empresa se encontra. Contudo, a literatura anterior não considerou essa relação, o que sinaliza uma lacuna de pesquisa a ser explorada.

Diante do exposto, o estudo tem como objetivo analisar a influência dos estágios do ciclo de vida na relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados das companhias abertas da América Latina. Bao e Lewellyn (2017) chamam a atenção para o fato de que os estudos sobre GR têm dado pouca ênfase ao ambiente institucional nacional em que as empresas operam, principalmente em mercados emergentes, e destacam a relevância em investigar tais mercados, tendo em vista a crescente importância que essas economias têm adquirido na economia global.

Essa pouca ênfase incentivou a análise dos países da América Latina (especificamente, Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru). E, sobretudo, o estudo motiva-se a partir da indicação do Fundo Monetário Internacional (FMI) de que as economias da América Latina e do Caribe como um todo representam aproximadamente 5,26% do Produto Interno Bruto (PIB) mundial, conforme dados do último relatório publicado pela entidade em abril de 2022 (Bloomberg Línea, 2022), o que indica a motivação para estudar a região e os aspectos econômicos que ela apresenta. Além disso, este estudo se diferencia de pesquisas anteriores ao abordar, de forma conjunta, a governança, o GR e o ECV das empresas.

O estudo do mercado de capitais dos países da América Latina justifica-se pelas especificidades do mercado em comparação aos demais países desenvolvidos, pois apresentam menor tamanho, menor liquidez e nível de desenvolvimento, maior restrição às companhias, maior volatilidade e riscos, menores níveis de regulamentação e proteção aos investidores, entre outras particularidades. Assim, a análise desses mercados pode fornecer achados significativos para a literatura e para a prática, e pode ser útil, inclusive, para a comparação com os mercados desenvolvidos em estudos futuros.

Desse modo, esta pesquisa contribui ao fornecer evidências de que os mecanismos de GC podem influenciar de forma diferente o GR a depender do ECV em que a empresa se encontra, e oferece uma visão mais ampla a respeito da contribuição das práticas de GC para reduzir o GR. Soschinski *et al.* (2021) chamam a atenção para o fato de que as pesquisas que buscaram analisar a influência da GC sobre o GR normalmente consideraram mecanismos de GC de forma isolada, tais como: características do comitê de auditoria e do conselho de administração, e destacam a importância em considerar métricas mais abrangentes de GC. Desse modo, seguindo Soschinski *et al.* (2021), esta pesquisa contribui ao utilizar as métricas agregadas de GC (que evidenciam a eficácia de mecanismos relacionados à proteção dos acionistas, às estratégias de integração e à gestão) fornecidas pela *Refinitiv Eikon*[®]. Constituindo-se, portanto, em uma *proxy* mais robusta de GC.

2. Referencial Teórico

2.1 Gerenciamento de Resultados

A prática de GR vem sendo debatida entre os contadores há muitos anos e se baseia no pressuposto de que existem conflitos de interesse entre o principal e o agente (Jensen & Meckling, 1976). O GR é uma atividade de manipulação de lucros em direção a um objetivo, que pode ser materializado por um gestor ou por uma previsão de analista de mercado, de modo a convergir com o interesse do agente que o realiza (Lima *et al.*, 2015). Dessa forma, os gerentes podem manipular os ganhos com o intuito de maximizar seus próprios interesses (Wang, Chi & Wang, 2023), ou sinalizar suas informações privadas, e impactar a informatividade dos lucros (Ching, Firth & Rui, 2006).

Quando há assimetria de informações, existe o risco de que os resultados divulgados não reflitam a realidade do desempenho da empresa e sejam carregados de vieses de gestores oportunistas (Martinez, 2001). No mundo dos negócios, investidores e gestores lidam com dados assimétricos e atuam em situações em que as informações são incompletas e imprecisas, a existência de tal assimetria juntamente com o oportunismo gera um cenário de conflitos entre o agente e o principal, que são explicados pela teoria da agência, que fornece uma literatura suficiente de análises dessa relação (Lopes & Martins, 2005).

Em decorrência de lacunas na legislação contábil e tributária, os gestores podem optar por diferentes abordagens, mesmo quando se trata de uma ocorrência econômica (Cabello & Pereira, 2015). Normalmente, o GR é desencadeado pela existência de métodos alternativos de mensuração contábil, e possibilitam discricionariedade aos gestores na elaboração e na evidenciação das demonstrações financeiras (Morás & Klann, 2020; Santos *et al.*, 2020).

Os diferentes métodos de mensuração, as lacunas existentes e as especificidades do regime de competência geram diferenças entre o lucro líquido e o fluxo de caixa operacional líquido, essa diferença é conhecida como *accruals* (acumulações), que são as contas de resultado que entraram na composição do lucro, mas que não implicam necessariamente em movimentação das disponibilidades (Martinez, 2008; Morás & Klann, 2020). Não há problemas ou erro no registro de *accruals*, já que a intenção é melhorar a qualidade da informação ao mensurar o lucro na sua forma econômica, o problema reside no fato de que o gestor pode, de forma discricionária, aumentar, ou não, esses *accruals* com o objetivo de influenciar o lucro de forma oportunista (Martinez, 2008).

Os *accruals* podem, por sua vez, ser divididos entre discricionários, que são os referentes às escolhas do próprio gestor, e não discricionários, que são aqueles que ocorrem devido às condições do próprio negócio e das normas contábeis (Oliveira & Soares, 2018). Contudo, Hendriksen e Van Breda (2009) alertam para o fato de que por possuir discricionariedade o lucro se torna uma medida perigosa para os usuários externos, pois podem estar distorcidos por gestores incentivados a modificar alguma prática contábil. Por outro lado, Francis, Olsson e Schipper (2008) afirmam que o lucro apresenta uma melhor qualidade quando se aproxima do fluxo de caixa.

Portanto, o GR resulta da má representação proposital do desempenho econômico da empresa, dentro das alternativas permitidas pela legislação contábil (Lima *et al.*, 2015), com a finalidade de obter vantagem ou algum ganho particular, o que acarreta a elaboração e evidenciação de relatórios contábeis com algum tipo de viés, e sinaliza a baixa qualidade das informações divulgadas (Xue & Hong, 2016; Wang, Chi & Wang, 2023).

Ademais, o GR também é utilizado como variável para previsão em modelos de falência corporativa, por meio da manipulação de lucros substanciais se utiliza a capacidade de prever falências para as companhias. Observou-se que os *accruals* subsidiam melhor a previsão de empresas falidas, mas a variável de atividades reais melhora as previsões de empresas não falidas. Esses achados evidenciam a importância de indicadores da magnitude do GR e das ferramentas utilizadas para melhorar o desempenho dos modelos de falência corporativa (Veganzones, Séverin & Chlibi, 2023). Essa relação de gerenciamento de resultados e falência de companhia fica evidente no Brasil com o caso da Americanas S.A.

2.2 Governança Corporativa

Não há consenso na literatura quanto à definição de governança/boas práticas de governança. Todavia, segundo Silveira (2006), ela pode ser entendida como um conjunto de controles e mecanismos de incentivos com o intuito de minimizar os custos que os conflitos de agência podem desencadear. Desse modo, a GC é composta de organismos responsáveis pela orientação, pelo apoio e pelo monitoramento da gestão, de modo a fornecer um conjunto de regras com o intuito de alinhar os interesses de investidores e gestores e de maximizar o desempenho empresarial (IBGC, 2015).

Assim, os mecanismos de GC auxiliam no alinhamento de interesses entre o principal e o agente, com a finalidade de aumentar a confiabilidade das informações financeiras e dos relatórios financeiros (Nazir & Afza, 2018). A literatura aponta uma série de mecanismos de GC, tais como: conselhos de administração (que engloba, por exemplo, questões relacionadas ao tamanho e à independência do conselho, dualidade do CEO, etc.), comitê de auditoria (com questões relacionadas ao tamanho do comitê, à rotação dos auditores, etc.), entre outros indicadores adotados pela literatura (Muda *et al.*, 2018; Morás & Klann, 2020).

Um sólido sistema de GC, baseado em um conjunto de boas práticas, um conselho de administração bem estruturado e uma boa comunicação com os interessados são fatores apontados como importantes para alinhar interesses e reduzir a prática de GR (Gonzales & Garcia-Meca, 2014).

Ainda no que diz respeito à associação da GC ao GR, alguns estudos sinalizam que empresas que apresentam um certo nível de governança tendem a realizar um menor GR (Gonzalez & Garcia-Meca, 2014; Riwayati *et al.*, 2016; Bajra & Cadez, 2018). Porém, não foram encontrados estudos que observassem esse comportamento nos diferentes ECVs das empresas, ponto em que o presente trabalho se diferencia.

Embora a GC desempenhe um papel importante ao garantir a presença de mecanismos de controle na ausência de concorrência (Campbell, Hollingsworth & Lindberg, 1991), ela às vezes falha em prevenir práticas financeiras ilícitas em mercados concentrados (Diri, Lambrinouidakis & Alhadab, 2020). Alguns exemplos são evidenciados, a *Google* manipulou seus registros contábeis para evitar altos pagamentos de impostos, e transferiu seus ganhos para jurisdições de baixa tributação em todo o mundo, a *Coca-Cola* superestimou seus ativos com um valor de nove milhões de dólares (Diri *et al.*, 2020); e, no Brasil, mais recentemente, o caso da omissão de passivo na *Americanas S.A.*

As empresas que operam em mercados concentrados realizam mais GR em comparação com aquelas em mercados não concentrados (Diri *et al.*, 2020). Além disso, há evidências de que a GC, na forma de características de qualidade do conselho, é mais eficaz para mitigar o GR em mercados não concentrados (Diri *et al.*, 2020). Em contraste, a GC em mercados concentrados faz com que os gerentes substituam o GR por *accruals* pelo GR por atividades reais, já que este último é menos facilmente detectável e suas consequências negativas de longo prazo sobre o valor da empresa provavelmente serão mitigadas pelo maior poder competitivo das empresas em mercados concentrados (Diri, *et al.*, 2020). Em economias emergentes, como a do Vietnã, observou-se que as empresas com melhores níveis de GC experimentam um nível mais baixo de GR, (Nguyen, Kim & Ali, 2023).

2.3 Estágio do Ciclo de Vida e Formulação da Hipótese

Uma onda de estudos empíricos surgiu nas últimas décadas, os quais evidenciam que o ciclo de vida corporativo tem efeitos consideráveis nos relatórios financeiros das empresas, nas políticas financeiras corporativas e nos mecanismos de governança corporativa (Habib & Hasan, 2019). Ao longo do seu desenvolvimento, as empresas transitam por uma série de fases distintas ao se desenvolverem e crescerem, tais fases podem ser expressas como ECV (Ribeiro, Viana & Martins, 2021). A cada ECV, a organização enfrenta novas situações. Tendo em vista que cada estágio está associado a diferentes padrões ambientais, estratégicos, estruturais e de tomada de decisão.

A abordagem do ciclo de vida organizacional (CVO) analisa a forma como as organizações se desenvolvem ao longo do tempo e sua capacidade de adaptação ao ambiente. Assim, alguns estudiosos metafóricamente comparam a fase de desenvolvimento da organização ao ciclo de vida de um ser vivo, a qual a empresa nasce, cresce e morre (Assunção, De Luca, Vasconcelos & Cardoso, 2014).

O objetivo de estudar os ECVs se concentra na análise de como as modificações nos incentivos, nas restrições e nas estratégias ao longo dos estágios se relacionam com as decisões dos gestores e com o desempenho da organização (Hasan *et al.*, 2015; Oliveira & Monte-Mor, 2022). Cabe ressaltar que o ciclo de vida da empresa, embora comparado com o ciclo de vida biológico, não segue uma linha do tempo linear, e pode fazer uma empresa saltar de uma fase para outra ou, até mesmo, retroceder de uma fase mais avançada para uma outra mais inicial; quando se trata de declínio, teoricamente, as empresas podem entrar nesse estágio vindo de qualquer outro, porém, é nele que podem chegar à falência (Dickinson, 2011).

Desse modo, tomando por base a classificação proposta por Miller e Friesen (1984) e a teoria econômica, Dickinson (2011) classificou as cinco fases do ciclo de vida de uma empresa a partir dos fluxos de caixa, sendo elas: introdução/nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. As duas primeiras (nascimento e crescimento) podem ser entendidas como estágios iniciais e as duas últimas (turbulência e declínio) como estágios finais (Oliveira & Monte-Mor, 2022).

Assim, diferentes pesquisas têm buscado evidenciar se e/ou como as características vivenciadas pelas organizações nos diferentes ECVs refletem, por exemplo, em seus relatórios e políticas financeiras (Habib & Hasan, 2019; Krishnan, Myllymäki & Nagar, 2021), na suavização de resultados (Ribeiro *et al.*, 2018), nas práticas de GR (Lima *et al.*, 2015; Souza & Moraes, 2019; Roma *et al.*, 2021), assim como nas práticas de GC das organizações (Esqueda & O'Connor, 2020; Filatotchev *et al.*, 2006; Habib & Hasan, 2019; O'Connor & Byrne, 2015; Shaheen *et al.* 2020).

Na introdução, o foco da empresa é a viabilidade de sua existência e, para tanto, a organização tem como estratégia identificar e captar a maior quantidade de clientes possível (Lima *et al.*, 2015). Essa etapa é caracterizada pelo rápido crescimento e pelos altos investimentos na produção, todavia, as empresas nessa fase ainda não conseguem alcançar lucratividade (Ribeiro *et al.*, 2018). As empresas são jovens, controladas pelos gestores e possuem estruturas informacionais básicas, normalmente, eles não têm experiência no processo produtivo, tendem a ter menos funcionários e os lucros são distribuídos com menos frequência, pois há a necessidade de reinvestimento (Miller & Friesen, 1984; Lester, Parnell & Carraher, 2003).

Nesse estágio, as empresas realizam investimentos consideráveis buscando se consolidar no mercado e, para financiar esse investimento, normalmente são obtidos financiamentos e/ou emissão de dívidas (Lima *et al.*, 2015). Tais operações aumentam as despesas que geram accruals, como depreciação, amortização e, despesas financeiras, o que possibilita assim o GR (Souza & Moraes, 2019). Do mesmo modo, outros fatores associados às fases iniciais do ciclo de vida, como baixa lucratividade, alto custo da dívida, risco de falência, por exemplo, podem fornecer incentivos para o engajamento em práticas de GR, a fim de demonstrar uma melhor situação da empresa com os credores (Hussain *et al.*, 2020; Krishnan *et al.*, 2021; Roma *et al.*, 2021). Além disso, é possível que nesse estágio as empresas apresentem uma menor utilização de mecanismos de GC (Machado *et al.*, 2020).

Posteriormente à fase de introdução e admitindo-se que houve sucesso nesse período, segue-se à fase de crescimento. Nesse momento, espera-se que a empresa tenha estabelecido suas distintas competências e desfrutado de um sucesso inicial no mercado. No crescimento, as empresas adotam postura menos conservadora, pois seu foco é o aumento das vendas e a obtenção de novos investidores por meio da expectativa de altos retornos. Nessa fase, pode apresentar lucro, mas o crescimento é inferior ao da fase de introdução (Alves & Marques, 2007; Ribeiro *et al.*, 2018).

Anthony e Ramesh (1992) argumentam que nos estágios de nascimento e crescimento existe uma grande expectativa de lucros, já que os investidores buscam verificar o desempenho da empresa; todavia, na fase de crescimento há um aumento na pressão em relação ao desempenho, uma vez que a firma possui melhores estruturas e procedimentos mais estabelecidos (Miller & Friesen, 1984). Nesse sentido, tais características podem exercer impacto sobre o GR. Além disso, nesse estágio a adoção de mecanismos de governança são oportunizados, ainda que não estejam consolidados (Machado *et al.*, 2020). Assim, conjectura-se que neste estágio de crescimento os mecanismos de GC passem a ser mais eficazes para reduzir o GR que no estágio anterior, tendo em vista as melhorias ocorridas no processo decisório presentes no crescimento (Miller & Friesen, 1984).

Ademais, considerando a necessidade de financiamento externo por parte das empresas nos estágios de nascimento e crescimento, há uma tendência de que essas empresas busquem melhorias na qualidade da GC com o intuito de ter acesso a financiamento para apoiar o crescimento (Esqueda & O'Connor, 2020; Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015). Em paralelo ao estágio de crescimento, em que o foco da empresa estava voltado para o aumento das vendas, no estágio de maturidade as firmas passam a ter como objetivo o crescimento da rentabilidade por meio da otimização dos custos (Lima *et al.*, 2015). Empresas maduras encontram-se em uma posição mais confortável em relação aos demais ECVs, nesta fase, as empresas tendem a apresentar maior persistência nos lucros e menor volatilidade nos fluxos de caixa (Dickinson, 2011). Devido à redução na incerteza e ao risco relacionados aos ganhos futuros, Roma *et al.* (2021) sugerem que essas empresas apresentem uma menor motivação para gerenciar resultados.

Além disso, empresas em estágio de maturidade tendem a apresentar melhores mecanismos de GC (Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015; Shaheen *et al.* 2020), e controles mais eficientes (Miller & Friesen, 1984), o que pode resultar em uma maior eficácia da governança na redução do GR.

O estágio de turbulência caracteriza-se pelo foco na recuperação ou na sobrevivência da empresa (Oliveira & Monte-Mor, 2022). Nessa fase, são reduzidos os custos e há a liquidação de alguns ativos que buscam gerar caixa e reestruturar as operações (Dickinson, 2011; Ribeiro *et al.*, 2018).

Já o estágio de declínio representa uma fase crítica para a sobrevivência da empresa, em que essa tende a ser mais conservadora do que nos demais estágios (Costa *et al.*, 2017). Além disso, empresas em declínio tendem a alienar seus ativos, reportar maiores despesas e perdas, bem como apresentar prejuízos acumulados em suas operações (Miller & Friesen, 1984; Ribeiro *et al.*, 2018).

No estágio de turbulência, os fluxos de caixa operacionais diminuem, ao passo que no declínio eles são negativos (Roma *et al.*, 2021). Nessas fases, há maior incerteza sobre fluxos de caixa, desempenho e investimentos futuros (Dickinson, 2011). Desse modo, Krishnan *et al.* (2021) sugerem que as empresas que se encontram em ambos os estágios têm motivações para o GR, e buscam convencer os *stakeholders* sobre suas perspectivas (Hussain *et al.*, 2020; Roma *et al.*, 2021).

As empresas que se encontram nos estágios de turbulência e declínio tendem a realizar desinvestimentos, a tomar decisões extremamente conservadoras e a apresentar entradas líquidas nulas (Miller & Friesen, 1984). Assim, conjectura-se que essas características podem impactar negativamente a qualidade da GC e, conseqüentemente, sua relevância para monitoramento, de modo que o sistema não se mostre suficiente para impedir o oportunismo gerencial (Machado *et al.*, 2020).

Estudos anteriores têm demonstrado que o ECV organizacional influencia o GR em diferentes contextos. Em seu estudo, Costa Filho *et al.* (2018), ao analisarem uma população global de empresas sediadas em 63 países, descobriram que os ECVs exercem efeitos distintos sobre o GR por *accruals*. Em uma amostra com empresas de capital aberto nos EUA e no Brasil, Roma *et al.* (2021) verificaram que os ECVs influenciam o GR. Evidências semelhantes foram encontradas por Souza & Moraes (2019). Por sua vez, Ribeiro *et al.* (2018) verificaram que as empresas no estágio de turbulência apresentam maior propensão à suavização de lucros. Choi, Choi e Lee (2016) confirmaram que empresas em crescimento estão mais propensas a bater ou a superar *benchmarks* de lucros quando comparadas ao estágio de maturidade.

Ao analisar o impacto do ECV na escolha dos mecanismos alternativos de GR em Taiwan, constatou-se que empresas no estágio de declínio são mais propensas ao gerenciamento da maximização dos lucros com atividades reais do que as companhias maduras. Já as companhias em estágios iniciais do ciclo de vida preferem gerenciar suas vendas, especialmente com o gerenciamento de despesas; e as empresas em declínio empregam mais gerenciamento de custos de vendas e produção (Xie, Chang & Shiue, 2022).

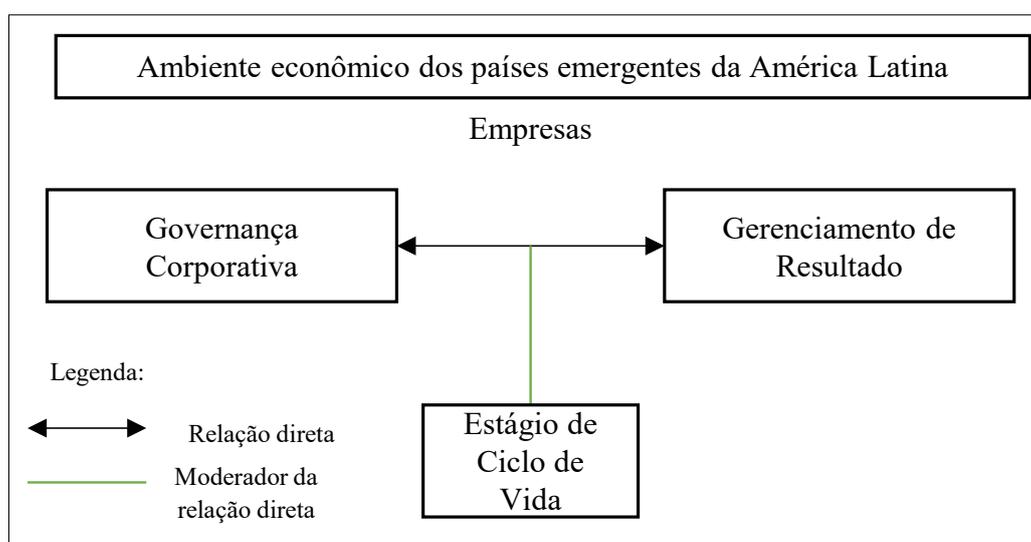
Do mesmo modo, evidências apontam que os ECVs afetam os mecanismos de GC utilizados pelas organizações. Em seu estudo, Filatotchev *et al.* (2006) demonstraram que os mecanismos de GC se relacionam com as estratégias adotadas pelas organizações ao longo do ciclo de vida. Os autores rejeitam a noção de uma estrutura de governança universal, aplicável para todos os ECVs, tendo em vista que os parâmetros de governança podem estar relacionados às mudanças ocorridas de um estágio para outro.

Em um estudo realizado com 205 companhias de 21 países emergentes, O'Connor e Byrne (2015) descobriram que, de forma geral, empresas no estágio de maturidade tendem a apresentar melhor nível de GC. Os achados do estudo ainda sinalizam que os mecanismos de governança, como monitoramento e controle são relevantes, todavia em diferentes ECVs. Resultados semelhantes foram encontrados na pesquisa de Shaheen *et al.* (2020). Em um estudo de revisão, Habib & Hassan (2019) descobriram que os ECVs têm efeitos consideráveis sobre a GC.

As evidências encontradas na literatura indicam que tanto as práticas de GR quanto de GC são afetadas pelo ECV no qual a empresa se encontra. Sendo assim, considerando que a capacidade da GC de minimizar o GR pode depender de diferentes fatores (Soschinski *et al.*, 2021), foi formulada a seguinte hipótese a ser testada:

H1: A capacidade da GC de mitigar as práticas de GR é potencializada nos estágios iniciais e de maturidade em relação aos estágios finais do ciclo de vida.

A Figura 1 apresenta o modelo teórico da pesquisa, e evidencia a influência dos ECVs na relação entre GC e GR. Dessa forma, tendo em vista que a relação direta entre GC e GR tem sido amplamente discutida pela literatura anterior (Bao & Lewellyn, 2017; Morás & Klann, 2020; Rahman & Ali, 2006; Soschinski *et al.*, 2021; Waweru & Prot, 2018), o foco deste estudo consiste em explorar um efeito ainda não considerado por estudos anteriores (influência dos ECVs) e com potencial de moderar esta relação direta, o qual pode, inclusive, ajudar a explicar os resultados conflitantes na literatura sobre GC e GR.



Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 1. Modelo teórico da pesquisa

3. Metodologia

3.1 População e Amostra

A população da pesquisa consistiu nas empresas listadas nos países da América Latina, durante o período de 2011 a 2021. Esse período justifica-se devido ao fato de que a partir de 2011 todas as empresas de capital aberto dos países analisados já elaboravam, de forma obrigatória, as demonstrações financeiras consolidadas com base nas normas internacionais de contabilidade – IFRS, e 2021 por ser o último ano com dados disponíveis para a coleta.

Já para o delineamento da amostra partiu-se da população de 1.098 empresas não financeiras (as empresas do setor financeiro foram excluídas por possuírem estrutura contábil distinta das demais) e excluiu-se as empresas (820) que não divulgaram nenhuma prática de GC (esse critério foi o que acarretou maior exclusão de empresas) em nenhum dos anos analisados ou não possuíam dados suficientes para cálculo das variáveis na base da *Refinitiv Eikon*[®].

Esse processo resultou em um painel desbalanceado com 278 empresas. Destas, 48 são da Argentina, 105 do Brasil, 36 do Chile, 15 da Colômbia, 48 do México e 26 são do Peru, de modo que a amostra representa cerca de 25% da população. Totalizando 1.792 observações para o período analisado. A Tabela 1 evidencia o número de observações por país e ano.

Tabela 1

Número de observações por país e ano

Países	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total
Argentina	-	-	-	-	-	-	24	32	42	45	47	190
Brasil	45	56	59	65	66	67	67	73	76	95	104	773
Chile	17	17	18	18	19	21	31	33	33	33	34	274
Colômbia	-	-	-	-	-	12	13	13	15	15	17	85
México	17	18	21	23	27	30	31	36	37	38	44	322
Peru	-	-	-	-	-	22	24	25	25	26	26	148
Total	79	91	98	106	112	152	190	212	228	252	272	1792

Fonte: dados da pesquisa (2023).

A Tabela 1 demonstra que o Brasil é o país mais representativo no número de observações, compondo cerca de 43% das observações totais; em seguida, o México, com 322 observações; e o terceiro lugar é ocupado pelo Chile, com 274 observações ao longo do período analisado, o que representa cerca de 18% e 15% do número de observações, respectivamente. Em contrapartida, Colômbia e Peru possuem a menor representação, com 85 e 148 observações, respectivamente, de modo que, se analisados conjuntamente, esses dois países representam 13% das observações totais. Ressalta-se que essa redução na quantidade de observações se deu, principalmente, devido à variável que mede a GC. Com destaque para Argentina, Colômbia e Peru, em que as empresas passaram um período considerável de tempo sem a divulgação das práticas de GC. Resultado semelhante foi encontrado por Soschinski (2021) em relação às empresas da Argentina.

Além disso, considerando que a amostra foi selecionada por acessibilidade, isto é, a amostra é formada apenas pelas empresas com informações disponíveis para o período analisado, a variável de interesse é observada apenas em um subconjunto da população sob análise. Assim, isso pode gerar problemas de seleção amostral, ou de forma específica, viés de seleção amostral (Bastos, 2018). Nessas circunstâncias, o ajuste de modelos econométricos apenas para a parte observada da variável de interesse pode gerar resultados viesados e inconsistentes (Heckman, 1979).

Para solucionar o problema de viés de seleção amostral, Heckman (1979) desenvolveu um modelo de duas equações. Na primeira, os fatores que determinam a inclusão, ou não, na amostra são avaliados para, em seguida, estimar uma segunda equação para analisar a variável de interesse. Essas equações serão descritas adiante.

3.2 Variáveis da Pesquisa

Com o propósito de identificar o ECV das empresas, foi utilizada a metodologia desenvolvida no estudo de Dickinson (2011), que classifica as empresas em 5 estágios: nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio. Esse modelo considera o comportamento (sinais positivos ou negativos) dos componentes da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) (fluxo de caixa das atividades operacionais [FCO], de investimento [FCI] e de financiamento [FCF]) para classificar as organizações em fases distintas, conforme observado no Quadro 1.

Quadro 1

Classificação dos Estágios do Ciclo de Vida

Fluxo de Caixa	Nascimento	Crescimento	Maturidade	Turbulência	Declínio
Operacional	-	+	+	+ - +	- -
Investimento	-	-	-	+ - +	+ +
Financiamento	+	+	-	+ - -	+ -

Fonte: Dickinson (2011, p. 9).

Para ilustrar essa classificação, toma-se como exemplo as empresas no estágio de nascimento. Com base na metodologia de Dickinson (2011), uma organização está nesse estágio quando apresentar um FCO negativo, um FCI negativo e um FCF positivo. A autora explica que, em sua fase introdutória, as organizações não possuem clientes estabelecidos e carecem de experiência na condução do negócio. Assim, as organizações nessa fase ainda não estão em condições de gerar caixa com suas atividades operacionais (sinal negativo). Para assegurar sua permanência e conquistar mercado, a empresa precisa ter saída de caixa para investir (sinal negativo) em seus projetos, e necessita, portanto, de financiamento (sinal positivo) (Oliveira & Girão, 2018).

Como pode ser observado no Quadro 1, o estágio de turbulência admite três combinações distintas em relação aos sinais dos fluxos de caixa. Sobre isso, Dickinson (2011) explica que não encontrou suporte teórico na literatura econômica para realizar proposições concretas a respeito da fase de turbulência. Assim, esse estágio foi classificado pelo critério de exclusão, isto é, os fluxos de caixa que não se enquadrarem em nenhum dos estágios anteriores, levarão a entender que a empresa se encontra no estágio de turbulência (Costa *et al.*, 2017).

Cabe ressaltar que devido a um baixo número de observações nos ECVs de nascimento e declínio (5% e 3%, respectivamente), para a análise, utilizou-se a classificação realizada no estudo de Oliveira e Monte-Mor (2022), que agrupou os ECVs em três categorias, a saber: i) estágios iniciais (nascimento e crescimento), ii) maturidade e, iii) estágios finais (turbulência e declínio). Além disso, utilizou-se os estágios finais (turbulência e declínio) como categoria de comparação, pelo fato de a literatura sugerir que nesses estágios há um maior incentivo para a prática de GR (Krishnan *et al.*, 2021), assim como a sugestão de que há uma tendência de redução na qualidade da GC nesses estágios (Filatotchev *et al.*, 2006; Loderer *et al.*, 2012).

Com a finalidade de estimar o nível de GR por *accruals* discricionários foi utilizado o modelo proposto por Pae (2005), tendo em vista que se trata de um modelo aprimorado, que avança em relação a algumas das fragilidades do modelo de Jones (1991) (Paulo, 2007), até então bastante utilizado pela literatura. O modelo de Pae (2005) é evidenciado na Equação 1. Já em relação aos *accruals* totais, estes foram estimados a partir da abordagem do fluxo de caixa, conforme Equação 2. Além disso, cumpre ressaltar que a estimação do modelo de GR de Pae (2005) foi operacionalizada por meio de *cross section* por setor e ano, com empresas que possuem pelo menos 10 observações, conforme sugestões de pesquisas anteriores (Costa & Soares, 2022), com o intuito de reduzir possíveis vieses.

$$TA_{it}/A_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 I/A_{it-1} + \alpha_2 \Delta R_{it}/A_{it-1} + \alpha_3 PPE_{it}/A_{it-1} + \alpha_4 CFO_{it}/A_{it-1} + \alpha_5 CFO_{it-1}/A_{it-2} + \alpha_6 TA_{it-1}/A_{it-2} + \varepsilon_{it} \quad (Equação 1)$$

$$TA_{it} = (Lucro_{it} - CFO_{it}) / A_{it-1} \quad (Equação 2)$$

Onde:

TA_{it} corresponde aos *accruals* totais da empresa i no período t ;

A_{it} corresponde ao ativo total da empresa i no período t ;

ΔR_{it} corresponde à variação das receitas líquidas da empresa i no período entre t e $t-1$;

PPE_{it} corresponde ao ativo imobilizado da empresa i no período t ;

CFO_{it} corresponde ao fluxo de caixa operacional da empresa i no período t ;

$Lucro_{it}$ corresponde ao resultado antes de itens extraordinários e operações descontinuadas da empresa i no período t ;

ε_{it} corresponde aos resíduos do modelo usados como *proxy* para GR por *accruals* discricionários.

Em relação à GC, assim como na pesquisa de Soschinski *et al.* (2021), esta foi coletada na base de dados da *Refinitiv Eikon*® que, para a elaboração do pilar referente à GC, leva em consideração a quantidade de mecanismos apresentados pela empresa, estes podem ser direcionados à gestão, aos acionistas e às estratégias de integração entre práticas econômicas, sociais e ambientais.

Soschinski *et al.* (2021) explicam que esses mecanismos são considerados dimensões da GC, de modo que a dimensão relacionada à gestão reflete o comprometimento e a eficácia das empresas no seguimento ao que a base estabelece como melhores práticas de GC (e avalia, por exemplo, se a empresa tem ou não política de funções do conselho e do comitê de auditoria, política de independência do comitê de auditoria e conselho de administração, etc.).

O segundo mecanismo relacionado aos acionistas reflete a eficácia da organização em tratar de forma igualitária acionistas minoritários e majoritários (por exemplo, por meio de engajamento dos acionistas, política de direito igualitário de voto, entre outros); por fim, a terceira dimensão (integração de práticas econômicas, sociais e ambientais) reflete o uso de práticas destinadas a incorporar esses assuntos às estratégias e aos processos de decisão do dia a dia organizacional (englobando por exemplo, o comitê e o relatório de sustentabilidade, as diretrizes do *Global Reporting Initiative* [GRI], etc.).

Portanto, com base no número de mecanismos apresentados por cada empresa, a base de dados gera um *score* final que varia de 0 a 100, o qual foi utilizado como métrica geral de GC. Na Tabela 2, são apresentadas as variáveis da pesquisa.

Tabela 2

Métricas para o cálculo das variáveis da pesquisa

Variáveis	Descrição	Métrica	Autores
Variável Dependente			
Gerenciamento de resultados (GR)	<i>Accruals</i> discricionários operacionalizados em valor absoluto. (Conforme Eq. 1 e 2)	Modelo de Pae (2005)	-
Variável independente			
Governança corporativa (GC)	Mede o nível de GC das empresas.	Metodologia própria da <i>Refinitiv Eikon</i> ® que contempla mecanismos direcionados à gestão, aos acionistas e às estratégias.	Soschinski <i>et al.</i> (2021)
Variável independente moderadora			
Estágio de Ciclo de Vida (D_ECV)	Representa o ECV em análise	<i>Dummy</i> que corresponde ao ECV (estágios iniciais, maturidade e estágios finais) da empresa, que assume o valor 1 para empresas no estágio em análise no modelo e 0 para as demais.	Dickinson (2011)
$GC_{it} * D_ECV_{it}$	Variável moderadora	Representa a interação entre a GC e os ECVs analisados.	
Variáveis de Controle			
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural (LN) da receita	LN da receita total	Haga <i>et al.</i> (2018); Soschinski <i>et al.</i> (2021)
Rentabilidade sobre o ativo (ROA)	Indica a Rentabilidade da empresa	Lucro Operacional dividido pelo Ativo Total	Schuster e Klan (2019)
Endividamento (END)	Indica nível de Endividamento da empresa	Passivo Total dividido pelo Ativo Total	Morás e Klann (2020); Ribeiro <i>et al.</i> (2018)
Crescimento das vendas (CV)	Crescimento das vendas pela variação das receitas	Percentual de variação nas vendas	Costa Filho <i>et al.</i> , (2018); Soschinski <i>et al.</i> (2021)
Ano	Período de Análise: 2011 a 2021	<i>Dummies</i> para ano	Haga <i>et al.</i> (2018)
País		<i>Dummies</i> para país	-
Setor		<i>Dummies</i> para setor	Haga <i>et al.</i> (2018)

Fonte: elaborada pelos autores.

3.3 Modelos econométricos

Para estimação dos dados da pesquisa, utilizou-se o modelo de correção de Heckman (1979). Para tanto, em um primeiro momento criou-se uma variável binária ($D_amostra$), que recebeu valor 1 se a empresa faz parte da amostra e 0 caso contrário. Em seguida, realizou-se o primeiro estágio do modelo de Heckman (o qual usa uma estimação *logit* para realizar a equação de seleção), cujo modelo é evidenciado na Equação 3.

$$GR_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 TAM_{it} + \gamma_2 ROA_{it} + \gamma_3 END + \gamma_4 CV_{it} + \gamma_5 D_amostra + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em seguida, a fim de analisar como os diferentes ECVs afetam o GR por parte das empresas, estimou-se o modelo apresentado na Equação 4, sendo esta relação controlada por diferentes fatores que podem afetar o GR (conforme Tabela 2). Ressalta-se que esse modelo é o segundo estágio do modelo de correção de Heckman.

$$GR_{it} = \delta_0 + \delta_1 D_ECV_{it} + \delta_2 TAM_{it} + \delta_3 ROA_{it} + \delta_4 END + \delta_5 CV_{it} + \gamma Ano_t + \alpha País_t + \beta Setor_t + \lambda + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

Além disso, para responder à Hipótese 1, além dos ECVs analisados na Equação 4, foram inseridas as demais variáveis de interesse no modelo (GC e variáveis de interação), assim como variáveis que podem afetar o GR (variáveis de controle, conforme Tabela 2). O modelo em questão é apresentado na Equação 5. Ressalta-se que esse modelo é o segundo estágio do modelo de correção de Heckman.

$$GR_{it} = \beta_0 + \beta_1 GC_{it} + \beta_2 D_ECV_{it} + \beta_3 GC_{it} * D_ECV_{it} + \beta_4 TAM_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 END + \beta_7 CV_{it} + \gamma Ano_t + \alpha País_t + \delta Setor_t + \lambda + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

Adicionalmente, como medida de robustez, estimou-se um terceiro modelo por meio de regressão linear múltipla (*ordinary least squares* – OLS), com correção de erros robustos para possíveis problemas de autocorrelação, multicolinearidade e heterocedasticidade e efeitos fixos de país, ano e setor, conforme Equação 6.

$$GR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 GC_{it} + \alpha_2 D_ECV_{it} + \alpha_3 GC_{it} * D_ECV_{it} + \alpha_4 TAM_{it} + \alpha_5 ROA_{it} + \alpha_6 END + \alpha_7 CV_{it} + \gamma Ano_t + \beta País_t + \delta Setor_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

4. Análise e Discussão dos Resultados

Inicialmente, foi efetuada a análise descritiva para verificar o comportamento dos dados, conforme apresentado na Tabela 3. Ressalta-se que as variáveis ROA, CV e END estão apresentadas em seus valores *winsorizados* ao nível de 1 e 99% para limitar a presença de *outliers*.

Ao se analisar a *proxy* dos *accruals* discricionários em valores absolutos, é possível observar que as empresas analisadas manipularam seus resultados ao longo do período analisado, tendo em vista a variação dessa *proxy*. Em relação à GC, os resultados mostram que, em média, as empresas apresentaram cerca de 49% dos mecanismos considerados pela base de dados. Além disso, os dados apresentam um elevado desvio-padrão (22,75%), sendo possível constatar empresas que utilizam poucas práticas de GC (conforme valor mínimo), assim como empresas que utilizam muitas práticas (cerca de 97%, com base no valor máximo).

Além disso, os dados apontam para um ROA médio positivo, e sinalizam que as empresas conseguem gerar lucros a partir de seus ativos. E que, na média, as empresas apresentam crescimento em suas vendas de um ano para o outro. Há empresas com diminuição nas vendas (valor mínimo) e empresas com alto crescimento (valor máximo). Por fim, verifica-se que as empresas apresentam um nível de endividamento relativamente alto.

Outrossim, ao analisar o ECV em que as empresas se encontram, é possível constatar que a maioria dessas (60%) estão na fase de maturidade, seguidas do estágio de crescimento (22%), turbulência (10%), nascimento (5%) e declínio (3%). Assim, a maioria dessas organizações se caracteriza pela estabilidade (Dickinson, 2011).

Tabela 3
Estatística descritiva

Painel A - Estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa						
	GR_{it}	GC_{it}	ROA_{it}	CV_{it}	TAM_{it}	END_{it}
Média	0,04	49,18	0,07	0,03	21,28	0,61
Desvio-padrão	0,05	22,75	0,08	0,32	1,65	0,21
Mediana	0,02	49,71	0,07	0,00	21,40	0,59
Mínimo	0,00	0,25	-0,24	-0,67	16,10	0,13
Máximo	0,94	96,86	0,33	1,67	24,54	1,50
Observações	1.792					
Painel B - Distribuição das observações por estágios do ciclo de vida						
	Frequência		Frequência Relativa			
Nascimento	83		5%			
Crescimento	401		22%			
Maturidade	1.076		60%			
Turbulência	183		10%			
Declínio	49		3%			
Observações	1.792		100,00%			

Legenda: GR_{it} = *accruals* discricionários em valores absolutos estimados pelo modelo de Pae (2005); GC_{it} = *Score* de Governança Corporativa; ROA_{it} = rentabilidade sobre o ativo; CV_{it} = crescimento das vendas; TAM_{it} = tamanho da empresa; END_{it} = endividamento. Fonte: dados da pesquisa (2023).

Na Tabela 4, são apresentados os resultados sobre a influência dos ECVs na relação entre GC e GR. No modelo Heckman 1, é evidenciada a relação entre os ECVs e o GR, com o intuito de verificar o comportamento oportunista dos gestores ao longo dos ECVs. Tendo os estágios finais como categoria de comparação, os resultados mostram uma relação negativa e significativa entre os estágios iniciais e de maturidade e o GR. Isso sinaliza que nesses estágios há um menor nível de GR em comparação aos estágios finais do ciclo de vida. Essa evidência coaduna com os argumentos de que no estágio de introdução ainda não há tanta pressão pelos investidores por determinado nível de desempenho; do mesmo modo, no estágio de crescimento as empresas possuem maior capacidade para reportar perdas sem serem tão penalizados pelo mercado, tais fatos podem minimizar os incentivos para o GR (Krishnan *et al.*, 2021; Roma *et al.* 2021), em comparação aos estágios finais do ciclo de vida.

Do mesmo modo, esse resultado alinha-se à literatura que constatou que no estágio de maturidade ocorre uma redução considerável na incerteza e no risco sobre os lucros e fluxos de caixa futuros. Isso torna menores os incentivos para que empresas nesse estágio gerenciem resultados (Krishnan *et al.*, 2021).

Consequentemente, o GR tende a ser mais acentuado nos estágios finais. Esse resultado pode ser decorrente do fato de que nesses estágios, devido às dificuldades financeiras, há um maior incentivo para engajamento em práticas de GR (Souza & Moraes, 2019). Além disso, na fase de declínio, há um aumento na incerteza em relação ao desempenho e à geração de caixa futuros, o que fornece incentivos para comportamentos oportunistas e busca ocultar possíveis dificuldades financeiras (Hussain et al., 2020; Roma et al., 2021). Portanto, os resultados encontrados indicam que há um menor GR nos estágios iniciais e maturidade em comparação aos estágios finais do ciclo de vida.

Ressalta-se que a estimação pelo modelo de Heckman apresentou resultados mais robustos que os obtidos pela estimação por OLS, tendo em vista que o coeficiente da variável *lambda* mostrou-se significativo do ponto de vista estatístico; nesse sentido, sua inserção no modelo tornou-se relevante para a correção da seletividade amostral (Resende & Wyllie, 2006), o que reduziu possíveis vieses dos coeficientes estimados.

No modelo Heckman 2, foram inseridas as demais variáveis de interesse do estudo, ou seja, a GC e as interações entre o ECV e a GC. Os resultados mostram uma relação negativa significativa entre a GC e o GR, o que indica que a GC representa uma ferramenta importante para a redução das práticas de GR por parte dos gestores. Isso alinha-se às evidências anteriores, e demonstra que a GC contribui para a redução de comportamentos oportunistas dos gestores, como o GR (Bao & Lewellyn, 2017; Correia et al., 2017; Bajra & Cadez, 2018; Soschinski et al., 2021).

Além disso, com base nesses achados, é possível inferir que, nos estágios finais (turbulência e declínio), as empresas tendem a um maior engajamento em práticas de GR. Tal achado ratifica o que é sugerido pela literatura, de que nessas fases do ciclo de vida há motivações para que os gestores gerenciem resultados na busca de convencer os acionistas e demais credores sobre suas perspectivas (Hussain et al., 2020; Roma et al., 2021). Do mesmo modo, corrobora alguns dos achados de Ribeiro et al. (2018), no tocante à influência do estágio de turbulência sobre a suavização dos resultados. Dessa forma, os resultados se alinham aos dados de pesquisas anteriores que apontam para a influência dos ECVs sobre o GR (Choi et al., 2016; Costa Filho et al., 2018; Ribeiro et al., 2018; Souza & Moraes, 2019; Roma et al., 2021). Além disso, nessa estimação, assim como na anterior, foi encontrado um coeficiente da variável *lambda* estatisticamente significativo, o que indica que sua inserção no modelo foi relevante para a correção da seletividade amostral (Resende & Wyllie, 2006).

Tabela 4

Resultados da influência dos estágios de ciclo de vida na relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados

GR_{it}	Heckman 1	Heckman 2	OLS
GC_{it}		-0,000704*** (-2,85)	-0,000692** (-2,08)
$Nasc_Cresc_{it}$	-0,009961*** (-4,16)	-0,049553*** (-3,23)	-0,049664** (-2,25)
$Maturidade_{it}$	-0,013273*** (-5,79)	-0,056898*** (-4,09)	-0,056962** (-2,48)
$GC_{it} * Nasc_Cresc_{it}$		0,000630** (2,14)	0,000623* (1,81)
$GC_{it} * Maturidade_{it}$		0,000743*** (2,78)	0,0007267** (2,17)
TAM_{it}	-0,005778*** (-12,52)	-0,008570*** (-5,20)	-0,009314*** (-3,13)
ROA_{it}	0,070969*** (8,94)	0,112017*** (4,25)	0,015906** (2,10)
CV_{it}	0,002433 (1,14)	0,007475 (1,18)	0,087010 (1,25)
END_{it}	0,058282*** (25,12)	0,066217*** (8,33)	0,063123*** (3,07)
Lambda	0,047148*** (2,91)	0,088951*** (2,84)	
Constante	1,284505*** (32,59)	-14,0429*** (-87,07)	0,219513*** (3,92)
<i>Dummies</i> de País	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> de Ano	Sim	Sim	Sim
<i>Dummies</i> de Setor	Sim	Sim	Sim
Observações		1.792	
Wald chi2 e Teste F (OLS)	1499.07***	243.20***	5.60***

Legenda: GR_{it} = *accruals* discricionários em valores absolutos estimados pelo modelo de Pae (2005); GC_{it} = *Score* de Governança Corporativa; TAM_{it} = log da receita total; ROA_{it} = rentabilidade sobre o ativo; CV_{it} = crescimento das vendas; END_{it} = endividamento; Wald chi² e Teste F (OLS) = Significância do modelo. Valores da estatística z (Heckman) e t (OLS) entre parênteses. ***, **, * = significância em nível de 1, 5 e 10%, respectivamente. Fonte: dados da Pesquisa (2023).

Ao se analisar o efeito moderador dos ECVs na relação entre a GC e o GR, foi encontrada uma relação positiva e significativa ao nível de 5% para os estágios iniciais e ao nível de 1% para o estágio de maturidade. Em relação aos estágios iniciais, a soma do coeficiente da interação com a variável de GC não ratifica essa relação positiva (0,000630: -0,000704). Isso sinaliza que nesses estágios há uma potencialização na capacidade da governança em mitigar o GR quando comparado aos estágios finais. Esses resultados alinham-se aos argumentos teóricos de que a qualidade da governança aumenta em resposta à necessidade de financiamento externo (Esqueda & O'Connor, 2020; Filatotchev *et al.*, 2006; O'Connor & Byrne, 2015). Nesse sentido, como as empresas em estágios iniciais possuem uma maior necessidade de financiamento externo, é esperada uma maior qualidade da GC, o que fornece uma possível explicação para a potencialização da GC em reduzir o GR nesses estágios.

Do mesmo modo, encontrou-se uma influência positiva e significativa do estágio de maturidade na relação entre a GC e o GR. A soma do coeficiente da interação com a variável de GC ratifica essa relação positiva (0,000743 : -0,000704), o que indica que nesse estágio as práticas de governança não se mostraram efetivas o suficiente para reduzir comportamentos oportunistas em comparação aos estágios finais. Esse resultado pode ser decorrente do fato de que empresas maduras possuem menos incentivos para que os gestores se envolvam em práticas de GR (Roma *et al.*, 2021), o que faz com que os mecanismos de governança não sejam tão requisitados para essa finalidade. Li e Zhang (2018) descobriram que o tamanho do conselho, diminui à medida que uma empresa passa pelos estágios do ciclo de vida. Além disso, em empresas maduras geralmente há uma menor necessidade de financiamento externo. Assim, sob os argumentos teóricos expressos anteriormente, pode haver uma redução na qualidade da GC (Esqueda & O'Connor, 2020; Filatotchev *et al.*, 2006).

Dessa forma, verifica-se que nos estágios finais há uma potencialização na efetividade dos mecanismos de GC em reduzir o GR se comparados ao estágio de maturidade, de forma que cumpre, portanto, seu papel de monitorar e mitigar comportamentos que não estejam alinhados aos interesses do principal. Isso porque, nesses estágios, há uma forte motivação para que os gestores se envolvam em GR (Krishnan *et al.*, 2021), com o intuito de convencer os *stakeholders* sobre suas perspectivas (Hussain *et al.*, 2020; Roma *et al.*, 2021). Assim, constata-se que os ECVs influenciam a relação entre a GC e o GR, o que permite aceitar, em partes, a H₁, a qual sugere que a capacidade da GC mitigar as práticas de GR é potencializada nos estágios iniciais e de maturidade em relação aos estágios finais do ciclo de vida, pois, constatou-se que essa potencialização ocorre apenas nos estágios iniciais desse ciclo.

No entanto, há de se considerar a magnitude dos coeficientes encontrados para a variável GC (-0,000704), para a variável moderadora dos ECVs iniciais (0,000630) e de maturidade (0,000743). Como ambos apresentaram valores muito próximos a zero, isso pode sinalizar que os ECVs pouco contribuem para potencializar ou reduzir a capacidade da governança em mitigar práticas de GR, mesmo apresentando uma relação fortemente significativa do ponto de vista estatístico.

Quanto às variáveis de controle utilizadas, observa-se que o tamanho apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com o GR, o que sinaliza que quanto maior a empresa, menor é o GR. Resultados semelhantes foram encontrados em estudos anteriores (Costa Filho, *et al.*, 2018; Roma *et al.*, 2021; Soschinski *et al.*, 2021). Do mesmo modo, constatou-se que quanto maior a rentabilidade da empresa maior tende a ser o seu GR, alinhando-se aos achados de Morás e Klann (2020), Schuster & Klann (2019) e Souza & Moraes (2019). Contudo, não foi encontrada relação significativa entre o crescimento das vendas e o GR, contrastando evidências anteriores (Costa Filho, *et al.*, 2018; Soschinski *et al.*, 2021).

Em relação ao endividamento, foi encontrada uma relação positiva e estatisticamente significativa com o GR. Isso sinaliza que empresas mais endividadas tendem a se engajar em um maior nível de GR. Tal constatação corrobora as sugestões da literatura de que maiores níveis de alavancagem incentivam os gestores a gerenciarem resultados para atender às cláusulas de dívida (Gu & Rosett, 2005; Duarte, Galdi & Damasceno, 2020), assim como geram um volume maior de despesas financeiras (discricionárias) que possibilitam manipulação (Souza & Moraes, 2019), de modo que isso se alinha ainda às evidências do estudo de Souza e Moraes (2019) e Morás e Klann (2020).

Por fim, na análise de robustez, os resultados encontrados por meio da regressão OLS mostraram-se semelhantes aos encontrados com base no modelo de seleção de Heckman, havendo apenas uma redução na intensidade da significância estatística das relações. Tal resultado pode ser devido ao viés de seleção apresentado nos dados, visto que a variável *lambda* do modelo de Heckman mostrou-se significativa. Portanto, verifica-se que a influência dos ECVs na relação entre GC e GR permanece mesmo se analisada por meio de outras configurações econométricas.

5. Considerações Finais

O objetivo deste estudo consistiu em analisar a influência dos estágios do ciclo de vida (ECVs) na relação entre governança corporativa (GC) e gerenciamento de resultados (GR) das companhias abertas da América Latina. Para isso, foi proposta a hipótese de que a capacidade da GC de mitigar as práticas de GR é potencializada nos estágios iniciais e de maturidade em relação aos estágios finais do ciclo de vida.

Com base nos dados de 271 empresas da América Latina durante o período de 2011 a 2021, verificou-se que a GC se mostrou efetiva em reduzir o GR. Além disso, foram encontradas evidências de que nos estágios iniciais (nascimento e crescimento) e maturidade as empresas gerenciam menos seus resultados em comparação aos estágios finais (turbulência e declínio) e, portanto, nesses estágios há um maior nível de GR por parte das empresas. Essa constatação sinaliza que o GR é diferente ao longo dos ECVs.

Ao se analisar o efeito moderador dos ECVs na relação entre a GC e o GR, foi encontrada uma relação positiva e significativa para os estágios iniciais e maturidade. No entanto, a soma do coeficiente da interação com a variável de GC para os estágios iniciais não ratificou a relação positiva, de modo a indicar que nesses estágios há uma potencialização na capacidade da governança de mitigar o GR quando comparado aos estágios finais. Assim, nesses estágios os mecanismos de GC se mostraram mais efetivos para o alinhamento de interesses, monitoramento e, conseqüentemente, redução de práticas oportunistas por parte dos gestores.

Do mesmo modo, encontrou-se uma influência positiva e significativa do estágio de maturidade na relação entre a GC e o GR. A soma do coeficiente da interação com a variável de GC ratifica essa relação positiva. Dessa forma, nesse estágio há uma redução na capacidade da governança de mitigar o GR quando comparado aos estágios finais. Assim, constata-se que os ECVs influenciam a relação entre a GC e GR, e permitem alcançar o objetivo do estudo. Além disso, os resultados indicam que a eficácia da governança em reduzir práticas oportunistas pode ser potencializada ou reduzida em diferentes estágios de desenvolvimento da empresa. Portanto, aceita-se, em parte, a hipótese levantada na pesquisa.

No entanto, faz-se importante a consideração da magnitude dos coeficientes encontrados para a variável GC (-0,000704), para a variável moderadora dos ECVs iniciais (0,000630) e de maturidade (0,000743), tendo em vista que ambos apresentaram valores próximos a zero. Tal fato pode indicar que os ECVs pouco contribuem para potencializar ou reduzir a capacidade da governança em mitigar práticas de GR, mesmo apresentando uma relação fortemente significativa do ponto de vista estatístico.

Além disso, verificou-se que empresas maiores gerenciam menos resultados e que o retorno sobre o ativo, assim como o endividamento da empresa, se relacionam positivamente ao GR. Por fim, não foi constatada relação significativa entre o crescimento das vendas e o GR.

Dessa forma, as evidências apresentadas neste estudo contribuem com a literatura para um melhor entendimento de como os conflitos de interesses e a assimetria de informação podem ser reduzidos na relação contratual ao longo do CVO, por meio de práticas de GC, bem como ajudam a explicar os resultados conflitantes da literatura anterior sobre a relação entre a GC e o GR. Assim, as organizações podem se atentar ao ECV em que se encontram ao sofisticarem seus mecanismos de controle e gestão de riscos, o que pode colaborar para a eficácia desses mecanismos no alinhamento dos interesses dentro da empresa.

Ademais, contribui empírica e mercadologicamente ao utilizar medidas agregadas de GC, visto que estudos anteriores têm analisado esses mecanismos de maneira isolada e, muitas vezes, apenas dicotomizada, assim como o fato de a análise não focar somente em um cenário específico (Bao & Lewellyn, 2017), mas ser realizada em contexto mais amplo, por meio da análise de países emergentes. Isso fornece, portanto, resultados mais robustos acerca da relação proposta.

As implicações teóricas e práticas decorrentes dos achados deste estudo são significativas tanto para as empresas quanto para seus *stakeholders*. Os resultados destacam a importância da GC como um mecanismo eficaz para reduzir o GR nas empresas da América Latina, e reforçam a relevância das práticas de transparência, *accountability* e estruturas de controle.

Para as empresas, os achados sugerem que a implementação e aprimoramento das práticas de GC podem ser estratégias eficazes para mitigar práticas oportunistas por parte dos gestores. Isso é especialmente importante em estágios iniciais, em que a relação entre a governança e o GR é mais pronunciada. As empresas podem utilizar esses resultados como orientação na adoção de medidas que garantam maior alinhamento de interesses entre acionistas, conselheiros e gestores, bem como melhor monitoramento das atividades de gestão.

Os *stakeholders*, incluindo acionistas, investidores, credores e reguladores podem utilizar os achados deste estudo como um indicador da eficácia das práticas de GC nas empresas da América Latina. A compreensão de que a governança contribui para a redução do GR pode influenciar as decisões de investimento, financiamento e monitoramento das organizações. Além disso, a constatação de que os estágios de desenvolvimento das empresas impactam a relação entre governança e GR destaca a necessidade de abordagens diferenciadas de governança em diferentes fases do ciclo de vida das organizações.

No contexto mais amplo, esses resultados contribuem para o avanço da literatura sobre GC e GR, e fornecem *insights* valiosos sobre como esses mecanismos interagem em diferentes estágios de desenvolvimento das empresas. Isso pode influenciar a formulação de políticas públicas e diretrizes regulatórias que promovam práticas de governança mais eficazes, além de incentivar uma cultura de transparência e responsabilidade nas empresas.

Em resumo, os resultados deste estudo oferecem contribuições teóricas ao campo acadêmico e pressupõem que as empresas podem se beneficiar da implementação de práticas sólidas de GC em diferentes ECVs. Essas descobertas têm o potencial de orientar estratégias de negócios e decisões de investimento, e promover maior confiança e eficiência nos mercados financeiros e empresariais da América Latina.

Apesar das contribuições, faz-se necessário destacar algumas limitações do estudo. Em primeiro lugar, a *proxy* de GC utilizada reduziu significativamente a amostra do estudo em decorrência de muitas companhias não apresentarem *scores* de GC. Além disso, analisou-se o GR apenas pela ótica dos *accruals* discricionários, não sendo analisadas outras formas de GR como por atividades reais. Do mesmo modo, os *accruals* discricionários foram estimados apenas por um único modelo. Destaca-se que os resultados se mostraram sensíveis ao modelo estimado, tendo em vista que, apesar de manterem a mesma direção e significância estatística das relações, esta se mostrou inferior no modelo OLS em relação ao modelo de Heckman. Dessa forma, quaisquer generalizações que se queira fazer a partir dos resultados deste estudo, devem considerar tais limitações.

No entanto, de nenhuma forma essas limitações invalidam os achados deste estudo, mas devem ser vistas como ponto de partida para investigações futuras. Portanto, novas pesquisas poderão ampliar a amostra e analisar, por exemplo, países com economias mais desenvolvidas, assim como analisar outros modelos de GR e/outras *proxies* de qualidade das informações contábeis.

Referências

- Alves, L. C. O., & Marques, J. A. V. D. C. (2007). Identificação das fases do ciclo de vida de empresas através da análise das demonstrações dos fluxos de caixa. *Base Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 4(3), 249-262.
- Americanas (2023). Relatório Circunstanciado das Atividades das Recuperandas em Conjunto com Relatório Mensal de Atividades da Administração Judicial das Americanas S.A., de 21 de março de 2023. Recuperado em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/da93fbb7-a688-f9ae-bc41-29968212359a?origin=1>, acessado em 06 de ago. de 2023.
- Anthony, J. & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: a test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 203-227. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90018-W](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90018-W)

- Assunção, R. R., De Luca, M. M. M., de Vasconcelos, A. C., & da Costa Cardoso, V. I. (2014). Os artefatos da contabilidade gerencial e o ciclo de vida organizacional. *ConTexto-Contabilidade em Texto*, 14(28), 69-82.
- Bajra, U., & Cadez, S. (2018). The impact of corporate governance quality on earnings management: Evidence from European companies cross-listed in the U.S. *Australian Accounting Review*, 28(2), 152-166. <https://doi.org/10.1111/auar.12176>
- Bao, S. R., & Lewellyn, K. B. (2017). Ownership structure and earnings management in emerging markets – An institutionalized agency perspective. *International Business Review*, 26(5), 828-838. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2017.02.002>
- Bastos, F. S. (2018). Modelos de Seleção Amostral Heckman Generalizado e Birnbaum-Saunders. Tese de Doutorado, Programa de Pós-graduação em Estatística do Instituto de Ciências Exatas, Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais.
- Bloomberg Línea (2022). Quanto os países da América Latina contribuem para a economia mundial? Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/2022/09/25/quanto-os-paises-da-america-latina-contribuem-para-a-economia-mundial/>, acesso em 25 de fev. 2023.
- Cabello, O. G., & Pereira, C. A. (2015). Efeitos das práticas de tributação do lucro na effective tax rate (ETR): uma abordagem da teoria das escolhas contábeis. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 8(3), 356-373. <https://doi.org/10.14392/asaa.2015080305>
- Campbell, J. L., Hollingsworth, J. R. & Lindberg, L. N. (1991). *Governance of the American Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Ching, K. M., Firth, M., & Rui, O. M. (2006). Earnings management, corporate governance and the market performance of seasoned equity offerings in Hong Kong. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 2(1), 73-98. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70017-5](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70017-5)
- Choi, J., Choi, W., & Lee, E. (2016). Corporate life cycle and earnings benchmarks. *Australian Accounting Review*, 26(4), 415-428. <https://doi.org/10.1111/auar.12100>
- Costa Filho, F. C., De Luca, M. M. M., Góis, A. D., Lima, G. A. S. F. (2018). GERENCIAMENTO DE RESULTADOS: O IMPACTO DO CICLO DE VIDA ORGANIZACIONAL E DA ADOÇÃO DAS IFRS. In: XXI SemeAd, *Seminários em Administração*, São Paulo – SP, nov.
- Correia, L. F., Amaral, H. F., & Louvet, P. (2017). Governança corporativa e earnings management em empresas negociadas na BM&FBOVESPA. *Contabilidade Vista & Revista*, 28(2), 1-29.
- Costa, C. M., & Soares, J. M. M. V. (2022). Standard Jones and Modified Jones: An earnings management tutorial. *Revista de Administração Contemporânea*, 26(2), e200305. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2022200305.en>
- Costa, W. B. da, Macedo, M. A. da S., Yokoyama, K. Y., & Almeida, J. E. F. de. (2017). Os Determinantes das Etapas do Ciclo de Vida das Empresas Brasileiras de Capital Aberto: Um Estudo Baseado em Variáveis Contábeis Financeiras. *Brazilian Business Review*, 14(3), 304–320. <https://doi.org/10.15728/bbr.2017.14.3.3>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>.
- Diri, M. E., Lambrinoudakis, C. & Alhadab, M. (2020). Corporate governance and earnings management in concentrated markets. *Journal of Business Research*, 108, 291-306. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.11.013>

- Duarte, E. R., Galdi, F. C., & Damasceno, F. S. (2020). Gerenciamento de resultado contábil e ruptura dos covenants: Um estudo empírico no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 14(3). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i3.2445>
- Erfurth, A. E., & Bezerra, F. A. (2013). Gerenciamento de resultados nos diferentes níveis de governança corporativa. *Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS*, 10(1), 32-42.
- Esqueda, O. A., & O'Connor, T. (2020). Corporate governance and life cycles in emerging markets. *Research in International Business and Finance*, 51, 101077. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101077>
- Filatotchev, I., Toms, S., & Wright, M. (2006). The firm's strategic dynamics and corporate governance life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 2(4), 256-279. <https://doi.org/10.1108/17439130610705481>.
- Francis, J., Olsson, P., & Schipper, K. (2008). Earnings quality. *Foundations and Trends in Accounting*, 1(4), 259-340. <http://dx.doi.org/10.1561/1400000004>
- González, J. S., & García-Meca, E. (2014). Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?. *Journal of business ethics*, 121(3), 419-440. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1700-8>
- Gu, Z., Lee, C. J., & Rosett, J. G. (2005). What determines the variability of accounting accruals? *review of quantitative finance and accounting*, 57, 313-334. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.375661>
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188-201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>
- Haga, J., Ittonen, K., Tronnes, P. C., & Wong, L. (2018). Is earnings management sensitive to discount rates? *Journal of Accounting Literature*, 41(1), 75-88. <https://doi.org/10.1016/j.acclit.2018.03.001>
- Hasan, M.M., Hossain, M., Cheung, A.W.-K. and Habib, A. (2015), "Corporate life cycle and cost of equity capital", *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(1), 46-60. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2014.12.002>
- Healy, P. M.; Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Heckman, J. J. (1979). Viés de seleção da amostra como um erro de especificação. *Econometria*, 47(1), 153-161. <https://doi.org/10.2307/1912352>
- Hendriksen, E., & Breda, M. V. (2009). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas, 1999.
- Hussain, A., Akbar, M., Kaleem Khan, M., Akbar, A., Panait, M., & Catalin Voica, M. (2020). When does earnings management matter? Evidence across the corporate life cycle for non-financial Chinese listed companies. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(12), 313. <https://doi.org/10.3390/jrfm13120313>
- IBGC - INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. (2015). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. (5. ed.) São Paulo: IBGC. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>
- 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.
- Konraht, J., Soutes, D. O., & de Alencar, R. C. (2016). A Relação Entre a Governança Corporativa e o Alisamento de Resultados em Empresas Brasileiras. *Revista de Contabilidade & Controladoria*, 8(1).
- Krishnan, G. V., Myllymäki, E. R., & Nagar, N. (2021). Does financial reporting quality vary across firm life cycle?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 48(5-6), 954-987. <https://doi.org/10.1111/jbfa.1250>

- Lester, D. L., Parnell, J. A., & Carraher, S. (2003). Organizational life cycle: A five-stage empirical scale. *The International Journal of Organizational Analysis*, 11(4), 339–354. <https://doi.org/10.1108/eb028979>
- Li, Y., & Zhang, X. T. (2018). How Does Firm Life Cycle Affect Board Structure? Evidence from China's Listed Privately Owned Enterprises. *Management and Organization Review*, 14(2), 305–341. <https://doi.org/10.1017/mor.2017.55>.
- Lima, A. S. D., Carvalho, E. V. A. D., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398–418. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac20151711>
- Loderer, C., Stulz, R., Waelchli, U. (2012). Firm Age and Governance. *Working paper*. University of Bern.
- Lopes, A. B.; Martins, E. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.
- Machado, V. N., Bianchi, M., Schonerwald, C., Venturini, L. D. B. (2020). INFLUÊNCIA DO CICLO DE VIDA NA RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E FINANCIAL DISTRESS In: XIV Congresso Anpcont, Foz do Iguaçu – PR, 11 a 15 de dez.
- Ma, G., Wang, Y., Xu, Y., Zhang, L. (2023). The breadth of ownership and corporate earnings management, *Finance Research Letters*, 52, 1-13, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103549>
- Martinez, A. L. (2001). “Gerenciamento” dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/T.12.2002.tde-14052002-110538.
- Martinez, A. L. (2008). Detectando earnings management no Brasil: estimando os accruals discricionários. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(46), 7-17. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000100002>
- Miller, D; Friesen, P. H. (1984) A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- Morás, V. R., & Klann, R. C. (2020). Influência da governança corporativa na escolha do tipo de gerenciamento de resultados. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(44), 105-122. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n44p105>
- Muda, I., Maulana, W., Sakti Siregar, H., & Indra, N. (2018). The analysis of effects of good corporate governance on earnings management in Indonesia with panel data approach. *Iranian Economic Review*, 22(2), 599-625. DOI: <https://doi.org/10.22059/IER.2018.66169>
- Nazir, M. S., & Afza, T. (2018). Does managerial behavior of managing earnings mitigate the relationship between corporate governance and firm value? Evidence from an emerging market. *Future Business Journal*, 4(1), 139-156. <https://doi.org/10.1016/j.fbj.2018.03.001>
- Nguyen, Q., Kim, M. H., Ali, S. (2023). Corporate governance and earnings management: Evidence from Vietnamese listed firms. *International Review of Economics & Finance*, 89 (A), 775-801. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2023.07.084>
- O'Connor, T., & Byrne, J. (2015). Governance and the corporate life-cycle. *International Journal of Managerial Finance*, 11(1), 23-43. <https://doi.org/10.1108/IJMF-03-2013-0033>
- Oliveira, A. M, & Soares, R. O. (2018). Gestores Excessivamente Confiantes e Otimistas Gerenciam Resultados? Evidências em Companhias Listadas na B3. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(3) 410-429. <http://dx.doi.org/10.14392/asa.2018110303>
- Oliveira, A. S., & Girão, L. F. D. A. P. (2018). Acurácia na previsão de lucros e os estágios do ciclo de vida organizacional: evidências no mercado brasileiro de capitais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v12i1.1530>

- Oliveira, W. D. C. D., & Monte-Mor, D. S. (2022). A Influência do Ciclo de Vida Organizacional na Violação de Covenants Financeiros. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 24(4), 708-722. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v24i4.4204>
- Pae, J. (2005) Expected accrual models: The impact of operating cash flows and reversals of accruals. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 24, 5–22. <https://doi.org/10.1007/s11156-005-5324-7>
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. doi:10.11606/T.12.2007.tde-28012008-113439.
- Peasnell, K. V., Pope, P. F., & Young, S. (2005). Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting*, 32(7-8), 1311-1346. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>
- Rahman, R. A., & Ali, F. H. M. (2006). Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence. *Managerial Auditing Journal*, 21(7), 783-804. <https://doi.org/10.1108/02686900610680549>
- Resende, M., & Wyllie, R. (2006). Retornos para educação no Brasil: evidências empíricas adicionais. *Economia aplicada*, 10(3), 349-365. <https://doi.org/10.1590/S1413-80502006000300003>
- Ribeiro, F.; Carneiro, L. M.; Scherer, L. M. (2018) Ciclo de Vida e Suavização de Resultados: Evidências no Mercado de Capitais Brasileiro. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 21(1), 63–79. DOI: https://doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a4
- Ribeiro, J. P. M., da Silva Viana, D. M., & Martins, O. S. (2021). Efeito do Ciclo de Vida na Relação entre Qualidade da Governança Corporativa e Custo da Dívida das Empresas Abertas no Brasil. *Contabilidade Gestão e Governança*, 24(3), 293-311. http://dx.doi.org/10.51341/1984-3925_2021v24n3a3
- Riwayati, H. E., & Siladjaja, M. (2016). Implementation of corporate governance influence to earnings management. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 219, 632-638. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2016.05.044>
- Roma, C. M. S., Louzada, L. C., P. M., Goto, H., & Souma, W. (2021). Earnings management, policy uncertainty and firm life cycle stages: evidence from publicly traded companies in the USA and Brazil. *Journal of Financial Economic Policy*. 13(3), 371-390. <https://doi.org/10.1108/JFEP-02-2020-0031>
- Santos, A. D., & Paulo, E. (2006). Diferimento das perdas cambiais como instrumento de gerenciamento de resultados. *Brazilian Business Review*, 3(1) 15-31.
- Santos, K. L., Guerra, R. B., Marques, V. A., & Júnior, E. M. (2020). Os Principais Assuntos de Auditoria Importam? Uma análise de sua associação com o Gerenciamento de Resultados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 14(1). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i1.2432>
- Schuster, H. A., & Klann, R. C. (2019). Responsabilidade Social Corporativa e Gerenciamento de Resultados por Accruals. *Contabilidade Vista & Revista*, 30(1), 01-26. <https://doi.org/10.22561/cvr.v30i1.4490>
- Shaheen, S., Nazir, R., Mehar, N., & Adil, F. (2020). Impact of Organizational Life Cycle Stages on Quality of Corporate Governance: Empirical Evidence from Pakistan's Corporate Sector. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(4), 271. <https://doi.org/10.32479/ijefi.10279>
- Silveira, A. D. M. D. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. <https://doi.org/10.11606/T.12.2004.tde-23012005-200501>

- Soschinski, C. K., Hausmann, D. C. S., Peyerl, D. A., & Klann, R. C. (2021). Influência da cultura nacional na relação entre governança corporativa e gerenciamento de resultados. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32(86), 207-223. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202110510>
- Souza, J. L., & Moraes, R. O. (2019). Influência do Ciclo de Vida Organizacional no Trade-off de Gerenciamento de Resultados por meio de *Accruals* e Decisões Operacionais. In: *XIX USP International Conference in Accounting*, São Paulo – SP, 24 a 26 de Jul.
- Veganzones, D., Séverin, E., Chlibi, S. (2023). Influence of earnings management on forecasting corporate failure. *International Journal of Forecasting*, 39(1), 123-143, <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2021.09.006>
- Wang, P., Chi, M., Wang, X. (2023). Overseas listing and earnings management methods selection. *Finance Research Letters*, 55(B), 1-11, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103998>
- Waweru, N. M., & Prot, N. P. (2018). Corporate governance compliance and accrual earnings management in eastern Africa: Evidence from Kenya and Tanzania. *Managerial Auditing Journal*, 33(2), 171-191. <https://doi.org/10.1108/MAJ-09-2016-1438>
- Wooldridge, J. (2011). *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data (2a.)*. MIT-Massachusetts Institute Technology
- Xie, X., Chang, Y. S., Shiue, M. J. (2022). Corporate life cycle, family firms, and earnings management: Evidence from Taiwan. *Advances in Accounting*, 56, 1-20, <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2021.100579>
- Xu, B. (2007). Life cycle effect on the value relevance of common risk factors. *Review of Accounting and Finance*, 6(2), 162-175. <https://doi.org/10.1108/14757700710750838>.
- Xue, S., & Hong, Y. (2016). Earnings management, corporate governance and expense stickiness. *China Journal of Accounting Research*, 9(1), 41-58. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2015.02.001>

Suavização de resultados e o valor de mercado das empresas durante a Covid-19

Luciana de Sousa Santos

<https://orcid.org/0009-0001-2048-0000>

Carlos Henrique Silva do Carmo

<https://orcid.org/0000-0002-9397-8678>

Ilirio José Rech

<https://orcid.org/0000-0001-7027-737X>

Resumo

Objetivo: Investigar o efeito do período da pandemia de Covid-19 na prática de suavização intencional de resultados sobre o valor de mercado (VM) das empresas listadas na [B]3.

Metodologia: A amostra compreendeu dados das empresas não financeiras do Novo Mercado, no período de 2017 a 2021. Para o cálculo das variáveis de suavização intencional, foram utilizados os modelos propostos por Lang et al. (2012). As estimações foram realizadas com o uso de painel dinâmico, com Estimador de Momentos Generalizados.

Resultados: O período da pandemia de Covid-19 teve um efeito negativo no VM das empresas. No entanto, nesse período, a suavização intencional geral apresentou redução do seu impacto negativo, enquanto a suavização intencional por accruals teve o seu efeito negativo intensificado. Os resultados sugerem que a redução do nível de operações das empresas no período pandêmico afetou mais intensamente o efeito da prática de suavização geral e menos intensamente a suavização intencional de resultados sobre o valor das empresas.

Contribuições: A pesquisa contribuiu com a literatura sobre a suavização de resultados em países emergentes nos períodos de incerteza e serve como alerta para os efeitos de tais práticas sobre os preços dos ativos na bolsa brasileira.

Palavras-chave: Suavização de resultados; Covid-19; Valor de mercado; Suavização intencional.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 5/3/2023. Pedido de revisão em 5/06/2023. Rodada 2: Resubmetido em 11/7/2023. Pedido de revisão em 2/8/2023. Rodada 3: Resubmetido em 25/10/2023. Aceito em 9/11/2023 por Vinicius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente). Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

No início de 2020, a Organização Mundial de Saúde/*World Health Organization* (OMS/WHO, 2020a) foi alertada sobre a constatação de diversos casos de pneumonia em Wuhan. Pouco tempo depois, com a identificação de um novo tipo de coronavírus, a situação mundial só se agravou (Wu *et al.*, 2020). Esse fato levou a OMS a declarar estado de Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional (ESPII), considerando a pandemia de Covid-19 um evento extraordinário de risco para a saúde pública para outros Estados, devido à propagação internacional da doença, e que, potencialmente, exigiria uma resposta internacional coordenada (Brasil, 2020; Wu *et al.*, 2020).

No Brasil, o primeiro caso foi identificado no final de fevereiro, com a primeira morte em março de 2020, quando ocorreu a declaração de transmissão comunitária. Diante desse contexto pandêmico, os países, a fim de reduzir a propagação do novo coronavírus, tiveram de adotar medidas de contenção, entre elas o fechamento dos estabelecimentos comerciais, o chamado *lockdown*. De acordo com Gomes *et al.* (2021), os impactos econômico-financeiros e sociais gerados pelos *lockdowns* são graves. Dada esta gravidade, os gestores das mais diversas organizações buscaram diferentes estratégias para mitigar os efeitos provocados pela situação e manter o bom desempenho dessas empresas.

Do ponto de vista econômico, em momentos de crise como a vivenciada no período pandêmico, um dos primeiros efeitos que podem ocorrer é a redução da atividade econômica, em razão dos *lockdowns* exigidos pelas autoridades de saúde. Uma possível consequência da queda nas atividades é a redução de valor de mercado das empresas. O valor de mercado (VM) de uma empresa de capital aberto depende de uma série de fatores, entre eles a forma como a informação contábil é apresentada ao mercado. Nesse sentido, para avaliar os efeitos da crise nas atividades e a *performance* de uma organização, os usuários da informação contábil utilizam os resultados evidenciados pelos gestores por meio das demonstrações financeiras, em especial, o lucro apresentado, visando tomar decisões de investimentos mais assertivas (Nicoleta-Cornelia *et al.*, 2012).

Por outro lado, os gestores, cômicos da busca de informações nas demonstrações financeiras utilizam seu poder discricionário e a subjetividade permitida na aplicação das normas contábeis para gerenciar os resultados e obter benefícios ao evidenciar um resultado modificado, ainda que não reflita a realidade da organização (Healy & Wahlen, 1999). Essa prática pode se associar à perspectiva oportunista da manipulação de informações contábeis, o que resulta na atuação do gestor para maximizar o VM de sua empresa de forma que atenda aos seus interesses, em detrimento dos interesses dos investidores (Beneish, 1997; Subramanyam, 1996; Watts & Zimmerman, 1986).

Conforme Paulo e Mota (2019), os gestores utilizam seu poder discricionário para gerenciar os resultados das empresas em períodos de crise. Dessa forma, os autores apontaram evidências de que em um momento de desaceleração econômica, os gestores tendem a aumentar o nível dos *accruals*, ao passo que, na fase de recuperação, esse gerenciamento é feito no sentido de reduzi-los. Em outras fases, os gestores se utilizam das atividades operacionais para reduzir o nível de gerenciamento, com o fim de tornar os resultados “mais suaves” à análise dos investidores.

Tal comportamento pode ser explicado segundo o argumento de que os gerentes enfrentam adaptações constantes diante de restrições impostas pelo ambiente empresarial (Chandler Jr., 1962; Galbraith, 1973), tais como a imprevisibilidade das ações dos clientes, fornecedores, concorrentes e órgãos reguladores (Govindarajan, 1984). Segundo Ghosh e Olsen (2008), os gestores recorrem à flexibilidade e ao uso de seu julgamento para lidar com as incertezas que surgem no ambiente organizacional, e adotam estratégias diversas. A presença de incerteza aumenta o risco associado à avaliação de ganhos futuros e cria incentivos para que os gestores utilizem sua discricção para melhorar a previsibilidade nos relatórios futuros, a fim de proporcionar um fluxo de ganhos mais previsível (Ghosh & Olsen, 2008).

Para Avelar *et al.* (2021), os gestores apresentaram posturas, durante o cenário de pandemia, com tendência a exercer influência sobre a perspectiva de risco das partes interessadas, a fim de evitar uma maior queda no VM das organizações. Assim, os gerentes podem exercer seu poder de decisão para reduzir a incerteza adicional que um ambiente incerto pode impor, adotando práticas de suavização de resultados para esse fim.

A literatura traz algumas definições para a suavização de resultados e seus propósitos. Gordon (1964) afirma que os administradores suavizam o resultado contábil das empresas, e que os investidores se sentem mais confortáveis em investir em empresas que apresentam mais estabilidade. Copeland (1968) argumenta que a suavização de resultados está relacionada às escolhas contábeis dos administradores, com o intuito de modificar a variação dos lucros, no sentido de torná-los mais estáveis ao longo do tempo. Baioco *et al.* (2013) consideram como finalidade da suavização a redução na variabilidade dos lucros revelados para o mercado, além de refletir maior consistência nos resultados, promovida pelo amortecimento intencional dos resultados (Meli, 2015). Nesse sentido, tem-se o entendimento de que a suavização permite que os gestores das organizações diminuam a variabilidade dos lucros ao longo do tempo, buscando um equilíbrio entre lucros muito altos ou muito baixos, com o propósito de apontar para o mercado uma situação de estabilidade, logo, de baixo risco para os acionistas.

Nesse contexto, esta pesquisa se propõe a responder ao seguinte questionamento: **Qual o efeito do período da pandemia de Covid-19 na prática de suavização intencional de resultados sobre o VM das empresas da [B]³?** Diante disso, o objetivo do trabalho consiste em investigar o efeito do período da pandemia de Covid-9 na prática de suavização intencional de resultados sobre o VM das empresas listadas na [B]³, o que permite verificar o efeito da suavização intencional em períodos de incertezas no cenário de negócios sobre o valor de mercado das empresas supramencionadas.

Presume-se que o VM das organizações seja afetado em momentos de instabilidade econômica e que seus efeitos podem ser amenizados pela prática de suavização intencional de resultados. Com isso, a presente pesquisa parte da hipótese de que durante a pandemia da Covid-19 ocorreram alterações na prática de suavização de resultados nas empresas não financeiras brasileiras. Pressupõe-se que o cenário de incertezas gerado no período pandêmico levou os gestores a atuarem para manter o valor de mercado de seus ativos, valendo-se dos instrumentos gerenciais disponíveis, entre eles a suavização de resultados.

Estudos de Silva *et al.*, (2014), Agrawal & Chatterjee, (2015) Fiehn & Struck (2011) investigaram os efeitos de momentos de instabilidade econômico-financeira e o gerenciamento de resultados. Shen *et al.* (2020) analisaram o impacto da Covid-19 em relação ao desempenho das organizações. A presente pesquisa contribui com a literatura existente por abordar a suavização de resultados em períodos de incerteza e relacionar com o valor de mercado das empresas durante a pandemia de Covid-19 em um país emergente, uma vez que o Brasil está entre os principais mercados afetados pela crise provocada pelo coronavírus (Fernandes, 2020).

Ao considerar a relevância do VM das organizações, justifica-se esta pesquisa pelo impacto social e econômico-financeiro causado pela pandemia de Covid-19. Os eventos extremos têm potencial para revelar comportamentos que em situações normais passariam despercebidos. Nesse sentido, a pesquisa se justifica por evidenciar aos investidores e analistas de mercado o comportamento dos gestores e os efeitos do período de pandemia na relação do VM das empresas e a suavização intencional de resultados. O estudo torna relevante para a sociedade, uma vez que o VM das organizações impacta o preço e a disponibilidade de bens e serviços oferecidos ao consumidor.

Exposto isso, na sequência, a revisão de literatura apresenta os estudos com as principais discussões sobre o assunto.

2. Revisão de Literatura

2.1 Impactos provocados pela pandemia da Covid-19

Desde dezembro de 2019, quando houve o surto do novo coronavírus na China, o qual provocou um estado de emergência mundial, vários estudos têm sido realizados acerca da Covid-19 e de seus impactos sociais e econômico-financeiros. A pandemia foi declarada pela OMS em 11 de março, o que agravou fortemente o risco e a incerteza inerentes ao mercado de capitais de forma global (Zhang *et al.*, 2020). Dentro desse contexto pandêmico, o Brasil foi inserido entre os 25 países mais afetados pelo vírus (Phan & Narayan, 2020) e ainda apontado entre os 10 principais mercados de ações que apresentaram o pior desempenho, com uma queda de 48% (Fernandes, 2020).

Coelho e Rodrigues (2021) realizaram uma pesquisa, que teve por objetivo averiguar o *value relevance* das informações contábeis durante o período de crise sanitária causada pelo coronavírus, e usaram o modelo OJ adaptado, associando o patrimônio líquido e o lucro líquido ao valor de mercado das companhias. Um de seus achados mostrou que, durante o período de crise, o patrimônio líquido serviu de base para tomada de decisões que afetaram negativamente o valor de mercado das empresas (Coelho & Rodrigues, 2021). Contudo, houve uma melhoria na qualidade da informação divulgada por meio dos demonstrativos contábeis.

Os resultados encontrados por Shen *et al.* (2020) apontam que o surto da pandemia teve impacto negativo significativo quando avaliada a *performance* das organizações chinesas, o que surtiu um efeito de diminuição de investimentos, e afetou a receita.

O estudo desenvolvido por Ramelli e Wagner (2020) apresentou uma análise de como os agentes econômicos, em particular os investidores, avaliaram os riscos e as consequências causadas pelo vírus, apontando que o mercado reagiu de acordo com a evolução e as consequências que vinham sendo evidenciadas. Suas descobertas apontaram que o valor corporativo foi afetado de acordo com a situação de cada país. Conforme os países conseguiam reduzir a disseminação do vírus, os mercados iam se corrigindo, embora os investidores mantivessem as suas preocupações com questões sobre o alto endividamento e a importância da posição financeira das empresas, que se destacavam por disponibilidades de recursos que sustentassem o valor da empresa.

O estudo de Avelar *et al.* (2021) mostrou que a sustentabilidade econômico-financeira das organizações foi afetada pela pandemia, e constatou-se, ainda, que as medidas de contenção da propagação do vírus, principalmente o isolamento social, provocaram perdas relevantes de valor no mercado de capitais, queda sistemática nos mais variados indicadores econômico-financeiros, além de ter causado um aumento considerável na captação de recursos de terceiros durante o período.

Ainda de acordo com o estudo supracitado, os gestores tendem a apresentar um comportamento oportunista, com a intenção de evitar divulgação de perdas, tendo em vista que o mercado responde rapidamente à evidenciação de um resultado adverso, o que provoca quedas no preço de ações e, conseqüentemente, no seu VM (Walker, 2013). Conforme resultado apontado na pesquisa realizada por Silva *et al.* (2014), há uma mudança de comportamento por parte dos gestores, durante períodos de instabilidade econômica, tendendo a adotar e/ou a intensificar práticas de gerenciamento de resultados.

2.2 Relação entre a suavização de resultados e o valor de mercado das empresas

O conceito de gerenciamento de resultados é amplo e controverso. Autores como Healy e Wahlen (1999), que seguem a linha de Schipper (1989), defendem que esta prática é usada no sentido de manipular a informação contábil, para “enganar” os usuários externos. Por outro lado, Dechow e Skinner (2000) entendem que as escolhas contábeis estão ligadas às especificidades de cada tipo de negócio, o que conduz o gestor a diferentes motivações, e não necessariamente à intenção de enganar as partes interessadas. Dentre as práticas de gerenciamento de resultados apresentadas pela literatura, tem-se que a suavização de resultados, *income smoothing*, é uma das mais utilizadas (Lopo Martinez, 2013). Como observado, as pesquisas que envolvem práticas de gerenciamento de resultados visam, geralmente, relacionar o comportamento oportunista dos gestores com outro aspecto da organização, no sentido de medir os impactos de sua utilização, tendo como prática de maior utilização a suavização de resultados.

Estudos como de Ronen e Yaari (2008) demonstram que o gerenciamento de resultados por meio da prática de suavização de resultados está relacionado ao fato do usuário externo, a exemplo dos investidores, apresentarem aversão aos riscos de um negócio. Nesse sentido, como a prática busca diminuir a variação dos lucros ao longo do tempo, evitando evidenciar discrepâncias extremas no comportamento de resultados (Lopo Martinez, 2001; Ronen & Yaari, 2008), é provável que gestores se valham de sua utilização, o que faz com que os investidores se sintam mais seguros quanto à realização de seus investimentos na organização, uma vez que a prática permite uma visualização de resultados mais consistentes (Meli, 2015).

Eckel (1981) observa que a suavização de resultados pode ser dividida em duas modalidades: a suavização natural e a intencional. Lopo Martinez (2001, 2006) diz que a suavização intencional ainda se subdivide em real e artificial. Um ponto destacado pela literatura é que uma parte da suavização ocorre de maneira natural, tendo em vista que as organizações utilizam o regime de competência, mas a questão é quando os gestores utilizam seu poder de discricionariedade para manipular os resultados, no intuito de não revelar os resultados reais da empresa, o que se torna prejudicial (Eckel, 1981).

Segundo Almeida *et al.* (2011), ao considerarem incentivos como reportar lucros próximos das previsões dos analistas sobre o lucro por ação, sustentar um desempenho recente ou suavizar resultados, divulgar lucros positivos, as empresas buscam manter o seu VM maior que o seu valor contábil, na tentativa de apresentar resultados para criar expectativas de fluxo de caixa futuro aos seus acionistas e agentes com algum interesse nos resultados apresentados. Os achados do referido estudo indicaram que as empresas com índice de *market-to-book* acima de 1 (um) possuem incentivos do mercado para gerenciar os resultados e manter o VM.

Para Avelar *et al.* (2021), os gestores, durante o cenário de pandemia, apresentaram tendência de influenciar a perspectiva de risco de investidores e analistas para evitar uma maior queda no VM das organizações. Estudos apontam que gestores costumam apresentar um comportamento oportunista para evitar a divulgação de perdas, diante da percepção que o mercado responde rapidamente à evidenciação de um resultado adverso, o que provoca quedas no preço de ações (Paulo & Mota, 2019; Walker, 2013). Nessa perspectiva, a pesquisa realizada por Silva *et al.* (2014) identificou que, durante as crises econômicas, as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores tendiam a adotar práticas de gerenciamento de resultados, com mudança de comportamento por parte dos gestores.

O estudo de Avelar *et al.* (2021) mostrou que a sustentabilidade econômico-financeira das organizações foi afetada pela pandemia de Covid-19. Os autores constataram que as medidas de contenção da propagação do vírus, principalmente o isolamento social e a mudança nos hábitos de consumo, provocaram perdas relevantes de valor no mercado de capitais, queda sistemática nos indicadores econômico-financeiros, além de um aumento na captação de recursos de terceiros durante o período. A pandemia gerou incertezas que impactaram diretamente os resultados das empresas, aumentando os riscos e gerando cautela por parte dos investidores, principalmente os mais conservadores e avessos ao risco.

Michelson *et al.* (1995) mostraram que as organizações suavizadoras apresentam um retorno médio significativamente inferior quando comparadas às não suavizadoras, além do VM das empresas que suavizaram os seus resultados ter sido maior. Outra evidência apontada no estudo é que o nível de suavização é mais percebido nas empresas maiores, que apresentam retornos mais baixos e menores riscos, o que indica que a sua prática diminui o risco de ativo e melhora a percepção do investidor em relação à empresa.

Em relação aos países emergentes, o estudo de Agrawal e Chatterjee (2015) com empresas indianas verificou que os incentivos para gerenciar resultados estão atrelados ao nível de dificuldade financeira da organização. Em momentos de recessão econômica, a avaliação de empresa exige muito mais cautela por parte de investidores e credores, haja vista que nesses momentos os gestores estão predispostos a não divulgar a real situação financeira da organização, o que impacta na confiabilidade da informação contábil.

Silva *et al.* (2014) estudaram o efeito de crises mundiais, como o rompimento da bolha imobiliária americana, e constataram que há uma mudança de comportamento por parte dos gestores durante os períodos de crise econômica. Tendo por base as empresas da B3, o estudo identificou uma relação significativa entre momentos de crise econômica e as práticas de gerenciamento de resultados nas empresas brasileiras analisadas.

Com base em empresas nigerianas, Abogun *et al.* (2021) constataram que a maioria das empresas analisadas suavizavam os seus resultados e que a utilização dessa prática reduz significativamente o VM das organizações. O estudo também apontou evidências de que o risco de mercado afeta o VM. Quando o mercado é regulamentado, como é o caso do nigeriano, o valor das empresas é afetado de forma negativa pela utilização da suavização de resultados. Nesse caso, os autores destacam que a suavização é percebida como tentativa de induzir o investidor ao erro de avaliação do valor das empresas.

Observa-se que a literatura consultada apresenta resultados diferentes em função do tipo de crise enfrentada pelas empresas no período em estudo. Outro fator que influencia os resultados dos estudos é o grau de regulamentação do mercado e o nível de confiança dos investidores em cada cenário. No entanto, para fins desta pesquisa, considera-se que o período pandêmico tenha afetado o VM das empresas de forma incomum, uma vez que a pandemia é considerada a maior crise sanitária, social e econômica da história. Seu impacto se intensificou pelas características do mundo contemporâneo, em função da globalização das interações sociais, comunicação e integração dos mercados (Souto & Silva, 2021).

3. Metodologia

3.1 Desenho da Pesquisa

A população utilizada neste estudo foi constituída pelas 414 empresas listadas na B3. O escopo da pesquisa se restringiu às empresas do Novo Mercado, pelo fato desse segmento ter entre suas principais características a apresentação de maior transparência na divulgação de informações financeiras e a menor volatilidade dos preços das ações das empresas, quando comparadas às demais entidades listadas na bolsa brasileira (Carvalho *et al.*, 2017), aspectos que são desejáveis para o atendimento do objetivo da pesquisa. Ressalta-se que, segundo a B3, a criação desses segmentos especiais, sendo um deles o Novo Mercado, teve como propósito, além de fomentar o crescimento do mercado de capitais brasileiro, promover um ambiente de negociação propício aos interesses dos investidores e valorização das organizações listadas neles, visando aprimorar a avaliação dessas companhias, tornando-se por seu padrão de governança corporativa altamente diferenciado, o padrão de transparência exigido pelos investidores (B3, 2018).

Conforme Srour (2005), as empresas listadas nesse segmento diferenciado de governança, apresentam, em períodos de crise, maiores retornos e maior volume de lucros distribuídos na forma de dividendos. Ressalta-se ainda que o Novo Mercado desempenha o papel de um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que, voluntariamente, se comprometem com a adoção de práticas avançadas de governança corporativa e divulgação de informações além do que é exigido pela legislação (Arruda *et al.*, 2008; Fonseca *et al.*, 2016). Esse aspecto tem por finalidade fomentar o desempenho, a criação de valor (Pace *et al.*, 2003), influenciada pela segurança e qualidade da informação que as empresas apresentam, de modo a oferecer maior confiabilidade e transparência na divulgação das informações fornecidas pelas empresas (Dalmácio *et al.*, 2013).

Além disso, não foram consideradas como parte da amostra as instituições financeiras, haja vista a particularidade de este setor ter regras regulamentados pelo Banco Central, o que pode limitar a possibilidade de atuar sobre os relatórios contábeis e realizar a suavização de resultados. Ademais, a fim de garantir a consistência dos dados da amostra, foram excluídas, também, as empresas que apresentaram dados faltantes para a construção das variáveis, em qualquer um dos períodos. Dessa forma, obteve-se uma amostra final de 99 empresas, que subsidiaram a análise desta pesquisa.

A coleta dos dados para as variáveis de estudo se deu por meio dos demonstrativos financeiros das empresas listadas na B3, disponíveis na base de dados Economática®, e contemplou o período de 2017 a 2021. Salienta-se que para medir a suavização intencional de resultados é necessário um período mais longo (Sousa *et al.*, 2020), considerado pelos autores 11 trimestres anteriores ao período para o qual a medida é calculada.

Contudo, nesta pesquisa, reside uma necessidade de ajuste referente ao período, pois ao considerar a Covid-19 uma variável interativa entre a suavização e o VM das empresas, obtiveram-se apenas seis trimestres com a presença da pandemia. Portanto, foram utilizados dados referentes ao terceiro trimestre de 2021 e aos cinco trimestres anteriores, compreendendo, então, a análise de dados do segundo trimestre de 2018 ao terceiro trimestre de 2021. Com isso, obteve-se 14 períodos trimestrais, sendo sete com a presença da Covid-19 e sete com ausência (OMS/WHO, 2020b). Vale informar que a opção de não inserir o semestre próximo se deu devido à intenção de medir a suavização de resultados em períodos iguais, logo, foram analisados sete períodos, com e sem a presença da Covid-19. Asseveram Ramelli e Wagner (2020) que, a partir de 20 de janeiro de 2020, gestores e analistas já demonstravam preocupação voltada aos possíveis impactos que o surto da doença poderia causar. Em busca de atender ao objetivo proposto nesta pesquisa, que tem interesse na suavização intencional de resultados, utilizou-se o modelo de Lang *et al.* (2012), que parte das métricas propostas por Leuz *et al.* (2003). Entende-se que essas medidas permitem ajustar a volatilidade advinda da tomada de decisão por operações.

Segundo Lang *et al.* (2012), as métricas permitem medir a suavização de resultados. A métrica denominada por *Smoothing 1 (SMTH1)* permite capturar a suavização geral de resultados, enquanto a métrica denomina *Smoothing 2 (SMTH2)* busca medir a suavização de resultados apenas por *accruals*. A SMTH1 é definida pela razão entre o desvio-padrão do lucro líquido dividido pelo desvio-padrão do fluxo de caixa operacional (Sousa *et al.*, 2020), ambos escalonados pelo ativo total médio (Lang *et al.*, 2012). A lógica explicada por Leuz *et al.* (2003) é que essa medida permite controlar a volatilidade da *performance*. A partir desses estudos, tem-se a Equação 1:

$$SMTH1 = \frac{\sigma(LL/AT_{\text{médio}})}{\sigma(FCO/AT_{\text{médio}})} \quad (1)$$

Em que:

$SMTH1$ = suavização geral de resultados;

$\sigma(LL/AT_{\text{médio}})$ = desvio-padrão do lucro líquido dividido pelo ativo total médio;

$\sigma(FCO/AT_{\text{médio}})$ = desvio-padrão do fluxo de caixa operacional dividido pelo ativo total médio.

Para o cálculo dos desvios-padrão, foram utilizados seis trimestres para cada período.

Do mesmo modo, para obter a suavização de resultados por *accruals*, foi calculada a SMTH2, por meio da Equação 2:

$$SMTH2 = \rho[(FCO/AT; Accruals/AT)]^{*-1} \quad (2)$$

Em que:

SMTH2 = suavização de resultados por *accruals*;

FCO = fluxo de caixa operacional;

AT = ativo total;

Accruals = *accruals* totais.

Para o cálculo das correlações, foram utilizados seis trimestres para cada período.

A SMTH2 é resultante da correlação entre o fluxo de caixa operacional com os *accruals* totais, ambos escalonados pelo ativo total. Para o cálculo das correlações, foram utilizados seis trimestres. Como Lang *et al.* (2012) e Leuz *et al.* (2003) expõem um coeficiente negativo dessa medida é indício de que a empresa tem os seus resultados mais suavizados por *accruals*, pois a métrica indica que a gestão, por seu poder discricionário, intensifica o uso de *accruals*, e gerencia os seus resultados em momentos que apresenta queda nos lucros. Por isso, a medida deve ser multiplicada por menos um, para que a sua análise fique mais intuitiva, de maneira a indicar que quanto maior o seu valor, maior a suavização.

A fim de obter a suavização intencional, aplicou-se o modelo econométrico proposto por Lang *et al.* (2012) que, ao submeter a métrica SMTH1 a uma regressão, permite identificar a suavização intencional geral de resultados; ao passo que a submissão da SMTH2 à mesma equação de regressão, evidencia a suavização intencional por *accruals*. Assim sendo, tem-se a equação utilizada neste trabalho, a Equação 3:

$$SMTH_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Em que:

TAM_{it} = logaritmo do ativo total do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

$DIVIDA_{it}$ = dívida total (empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo) do final do exercício dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

MTB_{it} = *market-to-book* do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

$DPRECEITA_{it}$ = desvio-padrão da receita líquida do exercício, considerando o trimestre atual e mais cinco anteriores da empresa “i” no período “t”;

$PERC_PREJ_{it}$ = proporção dos períodos de análise que houve resultado líquido negativo da empresa “i” no período “t”;

$CICLO_{it}$ = logaritmo do ciclo operacional do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

$CRESCREC_{it}$ = crescimento da receita do exercício da empresa “i” no período “t”;

$IMOB_{it}$ = imobilizado do final do exercício dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

$FLUXO_{it}$ = fluxo de caixa médio operacional dividido pelo ativo total do final do exercício da empresa “i” no período “t”;

$TEMP_{it}$ = períodos trimestrais, de junho de 2018 a setembro de 2021;

$SETOR_{it}$ = representa o setor econômico Bovespa da companhia da empresa “i” no período “t”.

Por fim, para atender ao foco principal desta pesquisa, os resíduos da estimação dos modelos de *SMTH1* e *SMTH2* a partir da Equação 3, já apresentada, consistiram nos valores das variáveis de suavização intencional de resultados (*SUAV1*) e suavização intencional por *accruals* (*SUAV2*), utilizadas no modelo econométrico final.

Seguindo o modelo empírico adotado por Abogun *et al.* (2021), a versão adaptada funcional do modelo econométrico utilizado é especificada como mostra a Equação 4:

$$VM_{it} = \beta_0 + \beta_1 VM_{it-2} + \beta_2 SUAV_{it} + \beta_3 COVID_{it} + \beta_4 SUAV * COVID_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \beta_7 ALAVEF_{it} + \beta_8 INC_SMOOTH + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

A mensuração das variáveis utilizadas no modelo empírico foi dada por meio do método de dados em painel, com o modelo dinâmico utilizando o *Generalized Method of Moments*/Estimador dos Momentos Generalizado (*System GMM*), de Blundell e Bond (1998). Ao estimar um modelo dinâmico, primeiro se diferenciam os regressores pelo GMM, de modo a deixar as estimativas consistentes e não viesadas, instrumentalizando-as. Porém, tal metodologia pode não ser a saída ideal para variáveis que não sejam estritamente exógenas. Sendo assim, essa estimação inicial necessita que não haja autocorrelação nos erros idiossincráticos e que as variáveis em nível não tenham correlação com a variável dependente defasada em primeira diferença. Caso tais pressupostos não possam ser cumpridos, é necessário estimar o modelo via Blundell-Bond, isso porque tal estimador considera que a variância seja assintótica, e que haja autocorrelação nos erros, sendo este estimador chamado de *System GMM*, mais eficiente em relação ao anterior.

Dessa forma, para melhorar a instrumentalização, Blundell e Bond (1998) assumem condições de momentos adicionais, que podem ser testadas, e que permitem a estimação conjunta da equação em nível instrumentalizada pela defasagem das diferenças, o que se convencionou por estimador *System GMM*. Para testar as condições de momento adicionais, utilizou-se o teste de Sargan, que possui como hipótese nula que as condições de momento assumidas na estimação por *System GMM* são válidas. Seguindo o que sugere a literatura (Blundell & Bond, 1998; Lucinda & Meyer, 2013), ainda é necessário realizar o teste para autocorrelação serial de segunda ordem *AR(2)* do erro do modelo, que tem como hipótese nula que o erro não é *AR(2)*, que está em linha com as hipóteses com relação às defasagens utilizadas na instrumentalização. Caso a hipótese nula do teste *AR(2)* seja rejeitada, faz-se necessário acrescentar novas defasagens da variável dependente.

O VM foi calculado a partir da cotação da ação na B3, pois, como trazem Chen *et al.* (2017) e Yu *et al.* (2018), o preço da ação é um parâmetro que consiste diretamente no VM da empresa; multiplicado pela quantidade de ações, ambos disponíveis na economia no último dia do mês ao final de cada trimestre. Vale ressaltar que, ao considerar a data-fim de cada trimestre como o último dia do mês do trimestre, pode ocorrer de ainda não terem sido disponibilizadas as demonstrações financeiras, o que ocasiona a não captura das informações divulgadas.

A suavização intencional de resultados (*SUAV1*) e a suavização intencional por *accruals* (*SUAV2*) partiram das métricas de Leuz *et al.* (2003), conforme adotado pelo modelo de Lang *et al.* (2012).

A Covid-19 é uma variável *dummy*, que assume valor 1 (um) para a presença da pandemia no período, e 0 (zero) caso contrário. A interação entre a suavização intencional de resultados e a Covid-19 (*SUAV1*COVID*), assim como a suavização intencional por *accruals* e a Covid-19 (*SUAV2*COVID*), foram inseridas no modelo para moderar a inconsistência entre as variáveis, como sugerem Baron e Kenny (1986). Foi incluída, ainda, no modelo, a variável *INC_SMOOTH*, obtida pelo coeficiente de variação proposto por Eckel (1981) e, posteriormente, adaptado por Bao e Bao (2004). A variável assume o valor 1 (um) quando a empresa é considerada suavizadora, e 0 (zero) quando não suavizadora em cada um dos períodos analisados.

Eckel (1981) considera que o coeficiente se baseia no princípio de que, se as variações nos lucros forem maiores que as variações na receita, significa que a empresa não é suavizadora, ao passo que o inverso caracteriza as empresas como suavizadoras. O coeficiente foi adaptado por Bao e Bao (2004), que definiram um intervalo para considerar uma empresa suavizadora. As empresas classificadas com Índice de Suavização (IS) menor que 0,9 foram consideradas suavizadoras, e maior que 1,1 não suavizadoras. Aquelas que se encontraram dentro do intervalo chamado de “área cinzenta” foram excluídas da amostra.

Dessa forma, tem-se a Equação 5:

$$IS = (\text{suavizadora}) 0.9 < \left| \frac{CV \Delta\% \text{ Lucros}}{CV \Delta\% \text{ Vendas}} \right| < 1.1 (\text{não suavizadora}) \quad (5)$$

Onde:

IS = índice de suavização;

CV $\Delta\%$ Lucros = coeficiente de variação das variações dos lucros, obtido pelo desvio-padrão da variação do lucro dividido pela média da variação do lucro;

CV $\Delta\%$ Vendas = coeficiente de variação das variações das vendas, obtido pelo desvio-padrão da variação das vendas dividido pela média da variação das vendas.

A modelagem adotada por Abogun *et al.* (2021) considera a variável dependente defasada (VMit-1) como sendo uma das variáveis explicativas. A existência dessa variável dependente defasada, $\gamma_{-}(t-1)$, torna os valores defasados da própria variável dependente e eles se tornam instrumentos válidos nas equações diferenciadas correspondentes aos períodos posteriores. Segundo Gujarati e Porter (2011), se o modelo considerar a inclusão de valores passados da variável dependente entre suas variáveis explicativas, ele é classificado como um modelo autoregressivo, ou seja, um modelo dinâmico que descreve como a variável dependente muda ao longo do tempo com base em seus valores anteriores. A validade e consistência dos instrumentos foram testadas, assim como a autocorrelação de segunda ordem. Nos casos em que a hipótese nula foi rejeitada, acrescentou-se mais uma defasagem na variável dependente. Dessa forma, um modelo de dados em painel exige duas variáveis globais (Wooldridge, 2016): uma variável identificadora de cada empresa analisada (Id Espaço) e a variável que indica o tempo (id Tempo), contemplando o espaço temporal. E ainda, Gujarati e Porter (2011) acreditam que o impacto das variáveis independentes (X) sobre a variável dependente (Y) nem sempre ocorre de forma imediata, uma vez que a resposta de Y no tempo “t” não é unicamente influenciada pelo que ocorreu em X no tempo “t-0”, mas também pelas observações passadas de X, como “t-1”, “t-2” e assim por diante, o que conduz para um entendimento de que haja uma relação considerando os períodos defasados.

Além das variáveis de interesse apresentadas anteriormente, foram incluídas as seguintes variáveis de controle: Rentabilidade sobre o Ativo (ROA); Tamanho do Ativo (TAM) obtido através do logaritmo natural do ativo total; Alavancagem (ALAVEF). A definição de variável Rentabilidade sobre o Ativo Total (ROA) foi inserido no modelo por considerar que há uma relação positiva entre o valor de mercado das empresas e a lucratividade. Portanto, o ROA foi obtido por meio da divisão do lucro líquido pelo ativo total, como usado nas pesquisas de Fiehn e Struck (2011) e Huang (2011).

Apesar de não haver um consenso na literatura sobre a relação existente entre a qualidade da informação contábil e o tamanho da organização (Cvetanovska & Kerekes, 2015; Fiehn & Struck, 2011; Rountree *et al.*, 2008), Andrade *et al.* (2009) argumentam que empresas maiores e consolidadas possuem maior potencial de valorização no mercado de ações. Dessa forma, foi inserido no modelo o tamanho da empresa mensurado pelo logaritmo do ativo total.

Por fim, com base nas pesquisas que apontam uma relação entre o valor da empresa e a alavancagem (Aggarwal & Zhao, 2007; Bao & Bao, 2004; Fiehn & Struck, 2011), foi inserida mais uma variável de controle, a Alavancagem (ALAVEF). A construção da variável se deu por meio da razão entre os empréstimos e financiamentos de longo prazo e o ativo total.

Como resultado, espera-se encontrar uma relação positiva e significativa entre o ROA, o TAM e o VM (Andrade *et al.*, 2009). No entanto, em relação à pandemia da Covid-19, espera-se observar uma relação negativa entre ALAVEF e VM (Fiehn & Struck, 2011); e quanto à prática de suavização, espera-se que haja uma relação negativa quando é intencionalmente executada (Huang *et al.*, 2009).

Todas as variáveis estão apresentadas na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1

Descrição das variáveis

Variável	Descrição	Operacionalização	Referências
Variável Dependente			
VM	VM calculado a partir da cotação da ação na B3	Preço da ação multiplicado pela quantidade de ações, ambos disponíveis na base econômica no último dia do mês final de cada trimestre.	Abogun <i>et al.</i> (2021), Chen <i>et al.</i> (2017) e Yu <i>et al.</i> (2018)
Variáveis Independentes de Interesse			
SUAV1	Suavização intencional geral	Resíduo da seguinte regressão: $SMTH1_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \epsilon_{it}$	Lang <i>et al.</i> (2012)
SUAV2	Suavização intencional por <i>accruals</i>	Resíduo da seguinte regressão: $SMTH2_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 DIVIDA_{it} + \beta_3 MTB_{it} + \beta_4 DPRECEITA_{it} + \beta_5 PERC_PREJ_{it} + \beta_6 CICLO_{it} + \beta_7 CRESCREC_{it} + \beta_8 IMOB_{it} + \beta_9 FLUXO_{it} + \beta_{10} TEMP_{it} + \beta_{11} SETOR_{it} + \epsilon_{it}$	Lang <i>et al.</i> (2012)
Variáveis Interativas			
SUAV1*COVID	Obtida pela interação entre a SUAV1 e a COVID-19	SUAV1*COVID19	Elaboração própria
SUAV2*COVID	Obtida pela interação entre a SUAV2 e a COVID-19	SUAV2*COVID19	Elaboração própria
Variáveis de Controle			
Retorno sobre os Ativos (ROA)	Obtido pela razão entre o lucro líquido da companhia e seu ativo total	ROA = LL/AT	Fiehn e Struck (2011), Cvetanovska e Kerekes (2015)
Tamanho (TAM)	Ativo Total da Companhia transformado para sua base logarítmica	Logaritmo neperiano do Ativo Total	Moses (1987)
Alavancagem (ALAVEF)	Obtida pela razão entre os empréstimos e financiamentos de longo prazo da companhia pelo Ativo Total	ALAVEF = Emp + Finan LP / Ativo Total	Aggarwal e Zhao (2007), Bao e Bao (2004) e Fiehn e Struck (2011)
COVID	COVID-19	<i>Dummy</i> que assume 1 quando o período tiver a presença de Covid-19, e 0 em caso de ausência de Covid-19	Elaboração própria
INC_SMOOTH	Obtida pelo coeficiente de variação proposto por Eckel (1981)	<i>Dummy</i> que assume 1 quando a companhia é classificada como suavizadora; e 0 em caso contrário.	Bao e Bao (2004) e Eckel (1981)

Fonte: dados da pesquisa.

A estimação dos modelos foi feita por meio de painel dinâmico, com o uso do estimador generalizado de momentos *System GMM*, que considera que a variância seja assintótica, e que haja autocorrelação nos erros, o que o torna mais eficaz. Isso permite examinar, de forma mais assertiva, as variações que podem não ser observadas em corte transversal ou longitudinal, o que contribui para mitigar o viés e dispor de maior grau de liberdade, controlando a heterogeneidade não observada, endogeneidade, viés de variável omitida e heterocedasticidade (Wooldridge, 2016).

4. Resultados

4.1 Análise das estatísticas descritivas

Inicialmente, apresentam-se as estatísticas descritivas, a fim de demonstrar as características dos dados, conforme disponível na Tabela 2. A variável dependente do VM consta como unidades monetárias, e, por esse motivo, apresentou alta assimetria e curtose. Neste caso, fez-se necessária a transformação logarítmica (Andrade et al., 2009), que faz com que a variância dos dados seja estabilizada e se aproxime de uma distribuição normal com média e variância constantes (Wooldridge, 2016).

Tabela 2

Estatísticas descritivas*

Var./Est.	Mín.	1° Quartil	Mediana	Média	3° Quartil	Máx.	DP	Assimetria	Curtose
VM	4002,1	1117080,8	4121847,3	14535951,4	14593555,9	570520998,6	38079304,3	8,0	83,4
LN_VM	8,3	13,9	15,2	15,1	16,5	20,2	1,9	-0,4	0,2
INC_SMTH	0	0	0	0,35	1	1	0,5	0,6	-1,6
TAM	10,4	14,5	15,4	15,6	16,7	20,0	1,5	-0,1	0,5
ROA	-0,9	-0,004	0,01	0,01	0,04	0,4	0,1	-3,9	41,1
ALAVEF	0,01	0,2	0,4	0,4	0,5	2,3	0,2	1,0	7,5
COVID	0	0	0,5	0,5	1	1	0,5	0	-2,0
SUAV1	-4,6	-0,2	0	0,00	0,1	9,5	0,8	3,1	33,5
SUAV2	-1,7	-0,04	0,0	0,00	0,1	0,8	0,3	-1,7	7,7
SUAV1_COVID	-4,6	0	0	0,00	0	9,5	0,7	3,5	48,2

Nota. *Número de observações 1.386.

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme demonstrado na Tabela 2, observa-se que as variáveis VM, ROA, ALAVEF, SUAV1, SUAV2, SUAV1*COVID e SUAV2*COVID tiveram assimetria diferente de zero e curtose menor ou maior que três (Morettin & Bussab, 2017). Isso indica que as variáveis possuem forte volatilidade nos seus dados, o que pode prejudicar a consistência do modelo. Uma possível explicação para essa expressiva volatilidade pode estar associada ao tamanho das empresas da amostra, que apresentou um valor mínimo de 10,4, e máximo de 20.

Para a análise de regressão, por meio da análise dos quartis, valores máximos, valores mínimos, gráfico box-plot e histograma, que são técnicas fundamentadas na análise exploratória de dados (Wooldridge, 2016), foram realizados testes para a detecção de *outliers* nestas variáveis, pois a regressão é sensível à presença de valores extremos (Hair Jr. et al., 2009). Problema com dispersão, assimetria e curtose nos dados, podem gerar alta variabilidade no modelo, o que não é desejável. Para evitar tais problemas, os dados foram “winsorizados” tendo por base 1% dos centis das variáveis com os valores extremos corrigidos (Hastings Jr., 1947).

4.2 Análise dos modelos de regressão e discussão dos resultados

Os resultados estimados pelo método *System GMM* são apresentados na Tabela 3. Foram feitas duas defasagens na variável dependente para corrigir o problema da autocorrelação de segunda ordem, detectada por meio do teste de Blundell-Bond. Em um primeiro momento, analisou-se a SUAV1 e a SUAV1*COVID, e a sua relação com a variável dependente VM. Posteriormente, foi aplicado o modelo utilizando a SUAV2 e a SUAV2*COVID, para verificar a sua relação com a variável dependente. As variáveis SUAV1 e SUAV2 apresentam comportamentos diferentes dentro do mesmo espaço temporal, mesmo sendo complementares. Zang (2012) justifica que isso ocorre porque em determinado período a suavização geral de resultados pode ser a escolha contábil do gestor, ao passo que em outro período a opção pode ser pela suavização de resultados por *accruals*, então a escolha depende do resultado do exercício. Portanto, nesta pesquisa, a análise destas variáveis se deu separadamente (Sousa *et al.*, 2020), conforme resultados apresentados na Tabela 3, a seguir.

Tabela 3

Análise dos coeficientes dos modelos utilizando a suavização intencional geral (SUAV1) e a suavização intencional por *accruals* (SUAV2) sobre o Valor de Mercado (VM)

Coefficiente Estimativa	SUAV1	SUAV2
VM _{t-1}	0,555*** (-40,3)	0,566*** (-67,45)
VM _{t-2}	0,304*** (-50,24)	0,301*** (-48,55)
INC_SMOOTH	-0,050*** (-7,26)	-0,060*** (-5,41)
COVID	-0,130*** (-44,63)	-0,128*** (-30,71)
SUAV	-0,091*** (-6,53)	0,171*** (-3,45)
SUAV*COVID	0,067*** (-5,01)	-0,254*** (-4,01)
TAM	0,185*** (-12,84)	0,177*** (-11,55)
ROA	1,703*** (-13,01)	1,721*** (-19,67)
ALAVEF	0,045*** (-6,08)	0,315*** (-5,24)
Constante	-0,719*** (-3,71)	-0,713*** (-4,00)
Observações	1.188	1.188
Número de Grupos	99	99
Número de Instrumentos	562	562
Wald- χ^2	24.972,63	42.868,39
Teste de Sargan	95,96	96,47
Teste de Endogeneidade ordem 1	-6,81***	-6,89***
Teste de Endogeneidade ordem 2	-0,19	-0,19

Nota. Os resultados entre parênteses referem-se às estatísticas "z". As significâncias dos coeficientes das variáveis estão representadas por asteriscos nas seguintes condições: *Significância a 10%, **Significância a 5%, ***Significância a 1%.

Fonte: Dados da Pesquisa.

Ao se analisar as estatísticas globais dos modelos, verifica-se que a estatística de Wald- χ^2 foi estatisticamente significativa a 1%, o que indica que todos os modelos GMM foram globalmente significativos, isto é, pelo menos um dos coeficientes instrumentalizados foi diferente de zero. Em todos os modelos houve 99 grupos de empresas e 1.188 observações.

Nos modelos com a SUAV1 e SUAV2, os valores da variável dependente defasada em dois períodos foram positivamente significativos para o valor de mercado atual. Esse resultado permite inferir que os valores de mercado anteriores estão associados positiva e significante com os valores VMs das empresas analisadas.

Os resultados, por meio do GMM, apontaram que a suavização intencional geral (SUAV1) tem uma relação negativa com o valor de mercado da empresa, apresentando um coeficiente de -0,091. Resultado similar tem a variável *dummy* Covid apresentando um coeficiente de -0,130. No entanto, no resultado da interação da variável de suavização intencional geral com a variável representativa do período de pandemia (SUAV1*COVID) obteve-se um coeficiente de 0,067 em relação ao valor de mercado das empresas. Portanto, o efeito da suavização intencional geral no período da Covid-19 sobre o valor de mercado tem efeito inverso ao período anterior à pandemia (-0,091). Esse resultado mostra que a suavização intencional geral teve seu efeito negativo sobre o valor de mercado reduzido no período da Covid-19. Assim, tem-se que a SUAV1 apresentou impactos negativos no valor de mercado das empresas da amostra, tanto no período da pandemia quanto no período sem pandemia.

Em períodos anteriores à pandemia de Covid-19, a suavização intencional geral de resultados (SUAV1) apresentou uma relação negativa com o valor da empresa. Uma possível explicação desse fato é que a suavização geral, por compreender tanto a suavização efetuada por meio de *accruals* quanto a suavização efetuada por meio de operações reais, pode ser percebida pelos investidores como mais nociva para o desempenho da entidade. Com isso, o valor de mercado é afetado negativamente por esse tipo de comportamento discricionário do gestor, uma vez que pode aumentar o risco para o investidor (Susanto & Pradipta, 2019; Yu *et al.*, 2018). Entretanto, no período de pandemia, apesar da manutenção do efeito negativo da suavização geral, ele foi inferior ao período anterior. Uma possível explicação para isso é que, como o nível de operação das empresas caiu por conta das restrições da pandemia, o nível da suavização pelas atividades reais também caiu por consequência. Contudo, esse resultado deve ser interpretado com parcimônia, dado que ele tenha relação com os eventos extraordinários ocorridos no período analisado. Esse resultado é semelhante ao estudo de Fiehn e Struck (2011), que, ao examinar minuciosamente resultados durante períodos de crise financeira, observaram que os coeficientes de volatilidade do fluxo de caixa e dos lucros apresentam um comportamento interessante. Enquanto o coeficiente de volatilidade do fluxo de caixa mostra uma associação negativa significativa (-0,0371), que indica uma relação inversa entre a volatilidade desse indicador e o desempenho financeiro, o coeficiente anteriormente negativo da volatilidade dos lucros revela agora uma associação positiva (0,0391). Os autores reconhecem que essas mudanças nos coeficientes podem ser motivadas por circunstâncias excepcionais ocorridas no período de instabilidade econômica.

Já para a suavização intencional por *accruals*, representada na variável SUAV2, obteve-se, no período anterior a pandemia, um coeficiente que foi positivamente relacionado ao valor da empresa (0,171), enquanto para a variável representativa do período da Covid-19 (COVID), o coeficiente foi negativo (-0,0128). No entanto, no resultado da interação da variável de suavização intencional por *accruals* com a variável representativa do período de pandemia (SUAV2*COVID) observou-se um coeficiente negativo de -0,254. Ao somar os coeficientes da variável SUAV2 (0,171) com o coeficiente da variável interativa (-0,254) obtém-se o coeficiente de -0,083, o que indica que o efeito da suavização intencional por *accruals* no período da Covid-19 reduziu o valor de mercado e superou a influência positiva que a suavização por *accruals* produziu no período anterior a pandemia.

Desse modo, no período sem pandemia, a suavização intencional por *accruals* (SUAV2) apresentou uma relação positiva com o valor da empresa, permitindo então inferir que um nível mais elevado do uso de *accruals* para suavizar os resultados não é percebido como nocivo pelos investidores, o que acaba por produzir efeito positivo no valor de mercado das empresas, resultado semelhante ao obtido por Fiehn e Struck (2011). Todavia, no período pandêmico o uso dos *accruals* para suavizar os resultados, considerando a redução das operações da empresa, parece assumir maior protagonismo entre as práticas de suavização, o que pode aumentar a atenção do investidor e produzir um efeito negativo no valor de mercado das empresas. Este achado é consistente com os resultados apresentados por Rountree *et al.* (2008), que evidenciaram em seus resultados que, apesar de não encontrar uma relação entre a suavização dos resultados e a competência dos gestores, há um reconhecimento por parte do mercado quanto à importância de fluxos de caixa consistentes e previsíveis. Isso sugere que a estabilidade dos fluxos de caixa é um fator valorizado pelos investidores e contribui para agregar valor à empresa.

Quanto o efeito da variável *dummy* INC_SMOOTH, que demonstra se a empresa foi classificada como suavizadora dentro de cada período analisado, obteve-se um efeito negativo sobre o valor de mercado em ambos os modelos. Esse resultado confirma a relevância da classificação proposta por Bao e Bao (2004) e Eckel (1981) para o valor de mercado das empresas brasileiras.

A variável do período de Covid-19 (COVID) apresentou efeito negativo no valor da empresa, tanto para no modelo com SUAV1 quanto para o modelo com SUAV2. Esses resultados são consistentes com a pesquisa de Shen *et al.* (2020), em que a Covid-19 apresentou um impacto negativo no desempenho das empresas, por evidenciar um momento de incerteza econômica que oferece maior risco, indicando como o VM é afetado pela suavização de resultados (Yang & Zhu, 2014).

Já para as variáveis de controle, TAM, ROA e ALAVEF, demonstraram efeitos positivos sobre o valor da empresa em ambos os modelos. Quanto à alavancagem (ALAVEF), os resultados desta pesquisa contrariam pesquisas anteriores (Bao & Bao, 2004; Fiehn & Struck, 2011; Sousa *et al.*, 2020), que apresentaram uma relação significativa negativa ao VM. Diferentemente, a variável definida como ALAVEF, nesta pesquisa, apresentou coeficientes positivos, o que indica que quanto maior a alavancagem, maior o VM. Isso corrobora o exposto por Stulz (1990), que apontou que há uma relação positiva entre o endividamento e a valorização das empresas.

5. Considerações Finais

O objetivo da pesquisa consistiu em investigar o efeito do período da pandemia de Covid-19 na prática de suavização intencional de resultados sobre o VM das empresas listadas na [B]³, o que permitiu verificar o efeito da suavização intencional em períodos de incertezas no cenário de negócios das empresas brasileiras. Para realizar as análises, foram utilizados os modelos propostos por Lang *et al.* (2012) para estimar a suavização intencional de resultados e os dados de valor de mercado das empresas coletados via econômica.

Considerando as estimativas elaboradas com base em um de painel dinâmico, verificou-se que a suavização intencional de resultados teve um efeito moderador entre valor de mercado das empresas e o período pandêmico.

Os resultados encontrados demonstraram que a suavização intencional geral de resultados apresentou redução do seu impacto negativo sobre o valor de mercado durante o período de pandemia. Por outro lado, a suavização intencional por *accruals*, que no período anterior à pandemia apresentou efeito positivo sobre o valor da empresa, passou a apresentar um efeito negativo e de maior intensidade no valor de mercado, do que o resultante da suavização geral.

Os resultados encontrados demonstraram que a suavização intencional geral de resultados – que inclui, além das transações que são realizadas a partir de ajustes feitos pelo regime de competência contábil (*accruals*), também aquelas resultantes das operações reais, que afetam os fluxos de caixa das empresas –, apresentou redução do seu impacto negativo sobre o valor de mercado durante o período de pandemia. Por outro lado, a suavização intencional por *accruals*, que no período anterior à pandemia apresentou efeito positivo sobre o valor da empresa, passou a apresentar, durante o período da pandemia, um efeito negativo e de maior intensidade no valor de mercado do que o resultante da suavização geral.

Observa-se que os resultados estão em linha com os achados de Ghosh e Olsen (2008), de que os gestores podem exercer seu poder de decisão para reduzir a incerteza adicional de períodos mais turbulentos. Para evitar informações que insiram maior incerteza diante do risco ambiental evidente, os gestores adotam, de maneira mais intensa, práticas de suavização por meio dos *accruals*. Os resultados se suportam nos argumentos de Paulo e Mota (2019), para os quais os gestores utilizam seu poder discricionário para gerenciar os resultados das empresas em períodos de crise e, para isso, aumentam o uso de ajustes realizados por meio do regime de competência (*accruals*), ao passo que na fase de recuperação esse gerenciamento é feito no sentido de reduzi-los.

Esses resultados, quando observados em conjunto, demonstram que a prática da suavização intencional geral, por compreender os efeitos das transações reais das empresas que durante a pandemia tiveram redução significativa no nível de suas operações, também tiveram, conseqüentemente, as oportunidades de realização dessas transações objetivando a suavização igualmente reduzidas. Por outro lado, a fim de compensar as oportunidades de transações reais reduzidas por conta dos menores níveis operacionais das empresas durante o período de pandemia, os gestores podem ter aumentado a prática da suavização a partir do uso mais intenso dos *accruals*, que não tem efeito direto no fluxo de caixa, e dependem menos do nível das operações das organizações. Como os investidores não identificaram efeitos no fluxo de caixa, a prática de suavização não afetou a avaliação de valor de mercado das empresas.

Além disso, os resultados demonstram que gerenciar os resultados por meio de suavização é uma prática que pode despertar a desconfiança do investidor. Diante da hipótese de eficiência do mercado, o investidor identificou o risco de o gestor induzi-lo ao erro e “descontou” as informações se protegendo. Dessa forma, pode-se entender que organizações que não praticam a suavização de resultados são preferidas pelos investidores, consonante com Fiehn e Struck (2011) que não observaram, em seus resultados, que a suavização de resultados é valorizada pelos investidores; e confrontado aos resultados encontrados por Rountree *et al.* (2008).

Dado que os resultados desta pesquisa são generalizados, uma vez que os dados foram trabalhados de maneira agregada, e que as empresas possuem características predominante nos setores que estão inseridas, sugere-se como pesquisas futuras a desagregação das empresas, considerando as particularidades setoriais, que envolvem também outros segmentos, já que se acreditando que a crise sanitária enfrentada tenha afetado todos os setores, porém de maneira diferente. Isso porque uma das limitações da pesquisa foi a escolha somente das empresas do segmento do novo mercado.

Como limitação deste estudo, considera-se, também, que não foram usados todos os períodos com a presença de Covid-19, pelo fato de, até a conclusão da pesquisa, ainda não haver a declaração oficial do fim da pandemia pela OMS. Assim, tendo em vista que a perspectiva dos investidores se altera de acordo com eventos econômicos extraordinários, novas pesquisas podem ser realizadas abrangendo o período anterior, período total durante a Covid-19 e ainda períodos pós-pandemia, de modo a avaliar seu impacto ao longo do tempo na relação da suavização de resultados e valor de mercado. É plausível, em pesquisas futuras, obter o cálculo da variável de mercado (VM) considerando a data-base da coleta como a data do dia da divulgação das demonstrações financeiras.

Um outro ponto que merece destaque é que este estudo teve por base o mercado de capitais no Brasil, que é um país emergente. Contudo, ao considerar que a pandemia teve proporção global, novas pesquisas podem investigar o impacto da Covid-19 entre o valor de mercado e a suavização de resultados, quando comparado ao mercado de capitais de outros países semelhantes.

Pressupõe-se que a pesquisa contribuiu com a literatura ao associar o ambiente de negócios de um país emergente à maior crise sanitária e econômica da atualidade. Ao apresentar resultados que comprovam que a suavização intencional de resultados afeta o valor de mercado das empresas, muitas vezes de forma negativa, o estudo pode servir como alerta aos gestores. Uma vez que os resultados demonstraram que, dependendo do momento, com ou sem turbulências econômicas, a suavização de resultados apresenta comportamentos diferentes, e pode ser vista pelos investidores com desconfiança. Com vistas a alternativas para a criação de valor, sugere-se aos gestores cautela ao suavizar os resultados com o uso de práticas de suavização que altere o fluxo de caixa. Nem sempre essas práticas propiciam maior valorização da empresa, e adotam como estratégia de gerenciamento de risco o uso dos fluxos de caixa.

Semelhante a esse entendimento, Agrawal e Chatterjee (2015) mostraram que, em períodos de crises, o mercado percebe o gerenciamento de resultados como oportunista, e não atribui tanto valor a essa prática. Dessa maneira, o estudo contribui para chamar a atenção do investidor, e sugere a necessidade de uma análise mais acurada, visando identificar as empresas que apresentam relatórios contábeis confiáveis, com ou sem suavização, na tentativa de proteger-se, investindo em empresas que são consideradas seguras.

Referências

- Abogun, S., Adigbole, E. A., & Oloredo, T. E. (2021). Income smoothing and firm value in a regulated market: the moderating effect of market risk. *Asian Journal of Accounting Research*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/AJAR-08-2020-0072>
- Aggarwal, R., & Zhao, X. (2007). The leverage–value relationship puzzle: An industry effects resolution. *Journal of Economics and Business*, 59(4), 286–297. <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2006.07.001>
- Agrawal, K., & Chatterjee, C. (2015). Earnings management and financial distress: Evidence from India. *Global Business Review*, 16(5_suppl), 140S–154S. <https://doi.org/10.1177/0972150915601928>
- Almeida, J. E. F. D., Lopes, A. B., & Corrar, L. J. (2011). Gerenciamento de resultados para sustentar a expectativa do mercado de capitais: impactos no índice market-to-book. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 4(1), 44–62. Recuperado de: <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/ASAA/article/view/1781/1677>
- Andrade, L. P., Salazar, G. T., Calegario, C. L. L., & Silva, S. S. (2009). Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista de Administração Mackenzie*, 10(4), 4–31. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712009000400002>
- Arruda, G. S. de, Madruga, S. R., & Freitas Junior, N. I. de. (2008). A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. *Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria*, 1(1), 71–84. <https://doi.org/10.5902/19834659570>
- Avelar, E. A., Ferreira, P. O., da Silva, B. N. E. R., & Ferreira, C. O. (2021). Efeitos da pandemia de covid-19 sobre a sustentabilidade econômico-financeira de empresas brasileiras. *Revista Gestão Organizacional*, 14(1), 131–152. <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1.5724>
- Baioco, V., Almeida, J. E., & Rodrigues, A. (2013). Incentivos da regulação de mercados sobre o nível de suavização de resultados. *Contabilidade Vista & Revista*, 24(2), 110–136. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/articulo.oa?id=197031270006>
- Bao, B. H., & Bao, D. H. (2004). Income smoothing, earnings quality and firm valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9–10), 1525–1557. <https://doi.org/10.1111/j.0306-686X.2004.00583.x>
- Baron, R. M., & Kenny, D. A. (1986). The moderator–mediator variable distinction in social psychological research: Conceptual, strategic, and statistical considerations. *Journal of personality and social psychology*, 51(6), 1173. Recuperado de: <http://10.1037/0022-3514.51.6.1173>

- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of accounting and public policy*, 16(3), 271–309. [https://doi.org/10.1016/S0278-4254\(97\)00023-9](https://doi.org/10.1016/S0278-4254(97)00023-9)
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). GMM estimation with persistent panel data: an application to production functions. *The institute for fiscal studies*, Department of Economics, UCL, Working paper. <https://doi.org/10.1080/07474930008800475>
- Brasil. (2020). *Decreto nº 10.212*. Recuperado de: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/decreto/D10212.html
- B. Brasil, Bolsa e Balcão. Segmentos de listagem | B3. (2018). B3.com.br. https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/#:~:text=A%20listagem%20nesse%20segmento%20especial,elevado%20padr%C3%A3o%20de%20governan%C3%A7a%20corporativa
- Carvalho, L. F., Vieira, F. V., Ribeiro, K. C. S., & Borges, W. G. (2017). Os Efeitos Alavancagem e Feedback na Volatilidade do Mercado Acionário Brasileiro. *Enfoque Reflexão Contábil*, 36(2), 19–37. Recuperado de: <http://10.4025/enfoque.v36i2.31375>
- Chandler Jr., A. D. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Empire; The M.I.T. Press*.
- Chen, C., Kim, J. B., & Yao, L. (2017). Earnings smoothing: Does it exacerbate or constrain stock price crash risk? *Journal of Corporate Finance*, 42, 36–54. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.11.004>
- Coelho, L. C. D. S., & Rodrigues, J. M. (2021). Qualidade da Informação Contábil: Uma Investigação Quanto ao Value Relevance das Empresas Brasileiras em Tempos de Covid-19. In *18 Congresso USP Iniciação Científica em Contabilidade*. Recuperado de: https://bdm.unb.br/bitstream/10483/34307/1/2021_LucasCardosoDaSilvaCoelho_tcc.pdf
- Copeland, R. M. (1968). Income smoothing. *Journal of Accounting Research*, 101–116. <https://doi.org/10.2307/2490073>
- Cvetanovska, B., & Kerekes, B. S. (2015). The impact of income smoothing on firm value after the sarbanes-oxley act. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 505, 534. Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/pdf/289945236.pdf>
- Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Sarlo Neto, A. (2013). Uma análise da relação entre governança corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista de Administração Mackenzie*, 14(5), 104–139. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000500005>
- Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting horizons*, 14(2), 235–250. <https://doi.org/10.2308/acch.2000.14.2.235>
- Eckel, N. (1981). The income-smoothing hypothesis revisited. *Abacus – A Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 17(1), 28–40. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6281.1981.tb00099.x>
- Fernandes, N. (2020). *Economic effects of coronavirus outbreak (COVID-19) on the world economy*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3557504>
- Fiehn, S., & Struck, H. (2011). “O impacto da suavização no valor da empresa – uma análise da indústria”. [Dissertação de mestrado]. Lund University. Recuperado de: <https://congressosp.fipecafi.org/anais/22UspInternational/ArtigosDownload/3940.pdf>
- Fonseca, C. V. C., Silveira, R. L. F. da, & Hiratuka, C. (2016). A relação entre a governança corporativa e a estrutura de capital das empresas Brasileiras no período 2000-2013. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), 35–52. Recuperado de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=307146810004>

- Galbraith, J. K. (1973). Power and the useful economist. *American Economic Review*, 63(1), 1–11. Recuperado de: https://vbn.aau.dk/ws/portalfiles/portal/318414247/document_6_.pdf
- Ghosh, D., & Olsen, L. (2008). Environmental uncertainty and managers' use of discretionary accruals. *Accounting, Organizations and Society*, 34(2), 188–205. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2008.07.001>
- Gomes, H. M. S., Leles, T. L. S., Kruger, H. V., & Veras, S. L. L. (2021). COVID-19 e o Impacto Econômico do Lockdown: Uma revisão sistemática. In *Anais 21 USP International Conference in Accounting*.
- Gordon, M. J. (1964). Postulates, principles and research in accounting. *The Accounting Review*, 39(2), 251–263.
- Govindarajan, V. (1984). Appropriateness of accounting data in performance evaluation: an empirical examination of environmental uncertainty as an intervening variable. *Accounting, Organizations and Society*, 9(2), 125–135. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(84\)90002-3](https://doi.org/10.1016/0361-3682(84)90002-3)
- Gujarati, D. N.; Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica*. (5ª ed). McGraw Hill Education. Porto Alegre.
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. (6th ed.). Bookman.
- Hastings Jr., C., Mosteller, F., Tukey, J. W., & Winsor, C. P. (1947). Low moments for small samples: a comparative study of order statistics. *The Annals of Mathematical Statistics*, 18(3), 413–426. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/2235737?origin=JSTOR-pdf>
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting horizons*, 13(4), 365–383. <https://doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- Huang, P., Zhang, Y., Deis, D. R., & Moffitt, S. J. (2009). Do artificial income smoothing and real income smoothing contribute to firm value equivalently? *Journal of Banking and Finance*, 33, 244–233. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2008.07.012>
- Huang, X. (2011). “*Earnings Smoothness and Investment Sensitivity to Stock Prices*.” Dissertation, Georgia State University. <https://doi.org/10.57709/1960251>
- Lang, M., Lins, K. V., & Maffett, M. (2012). Transparency, liquidity, and valuation: International evidence on when transparency matters most. *Journal of Accounting Research*, 50(3), 729–774. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2012.00442.x>
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of financial economics*, 69(3), 505–527. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00121-1](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00121-1)
- Lopo Martinez, A. (2001). *Gerenciamento dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. (Tese de Doutorado), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.
- Lopo Martinez, A. (2006). Minimizando a variabilidade dos resultados contábeis: estudo empírico do income smoothing no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 2(1), 9–25. Recuperado de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=117016274002>
- Lopo Martinez, A. (2013). Gerenciamento de resultados no Brasil: um survey da literatura. *BBR-Brazilian Business Review*, 10(4), 1–31. Recuperado de: <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=123029355001>
- Lucinda, C., & Meyer, L. (2013). Quão imperfeita é a competição na indústria brasileira?: estimativas de mark up setorial entre 1996 e 2007. *Estudos Econômicos*, 43, 687–710. <https://doi.org/10.1590/S0101-41612013000400003>
- Meli, D. B. (2015). *O impacto da prática de income smoothing no custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo.

- Michelson, S. E., Jordan-Wagner, J., & Wootton, C. W. (1995). A market based analysis of income smoothing. *Journal of Business Finance and Accounting*, 22, 1179–1194. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.1995.tb00900.x>
- Morettin, P. A., & Bussab, W. O. (2017). *Estatística básica*. (9th ed.). Saraiva.
- Moses, O. D. (1987). Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. *The Accounting Review*, 62(2), 358–377. Recuperado de: <http://www.jstor.org/stable/247931>
- Nicoleta-Cornelia, B. S., Sorina-Geanina, M. S., Mihaela, C. D., & Rodica, D. G. (2012). Accounting and extra-accounting information-valences in meeting the financial analysis. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 62, 531–535. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.09.087>
- Pace, E. S. U., Basso, L. F. C., & Silva, M. A. da. (2003). Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 37–65. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552003000100003>
- Paulo, E., & Mota, R. H. G. (2019). Ciclos econômicos e estratégias de gerenciamento de resultados contábeis: um estudo nas companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 30, 216–233. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201806870>
- Phan, D. H. B., & Narayan, P. K. (2020). Country Responses and the Reaction of the Stock Market to COVID-19 – A Preliminary Exposition. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2138–2150. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1784719>
- Ramelli, S., & Wagner, A. F. (2020). Feverish stock price reactions to COVID-19. *The Review of Corporate Finance Studies*, 9(3), 622–655. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfaa012>
- Ronen, J., & Yaari, V. (2008). *Earnings management*, 372. Springer US.
- Rountree, B., Weston, J., & Allayannis, G. (2008). Do investors value smooth performance? *Journal of Financial Economics*, 90(3), 237–251. <http://10.1016/j.jfineco.2008.02.002>
- Schipper, K. (1989). Commentary on earnings management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91–102.
- Shen, H., Fu, M., Pan, H., Yu, Z., & Chen, Y. (2020). The impact of the COVID-19 pandemic on firm performance. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(10), 2213–2230. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2020.1785863>
- Silva, A. F., Weffort, E. F. J., Flores, E., & Silva, G. P. (2014). Gestão de resultados e crises econômicas no mercado de capitais brasileiro. *RAE-Revista de Administração de Empresas*, 54, 268–283. Recuperado de: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rae/article/view/23309>
- Sousa, A. M. de, Ribeiro, A. M., Vicente, E. F. R., & Carmo, C. H. S. (2020). Suavização de resultados e comparabilidade dos relatórios financeiros: evidências em empresas abertas do mercado brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14, 164488. <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2020.164488>
- Souto, L., & Silva, C. (2021). O Cebes na luta durante a pandemia da Covid-19. *Saúde Debate*, 45, 937–940. <https://doi.org/10.1590/0103-1104202113100>
- Srour, G. (2005). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635–674. <https://doi.org/10.1590/S0034-71402005000400006>
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, 3–27. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90011-N](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90011-N)
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of accounting and economics*, 22(1–3), 249–281. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00434-X](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00434-X)

- Susanto, Y. K., & Pradipta, A. (2019). Firm value, firm size and income smoothing. *Journal of Finance and Banking Review*, 4(1), 01–07.
- Walker, M. (2013). How far can we trust earnings numbers? What research tells us about earnings management. *Accounting and business research*, 43(4), 445–481. <https://doi.org/10.1080/00014788.2013.785823>
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1986). *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall.
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introdução à Econometria: uma abordagem moderna*. (3rd ed.). Cengage Learning.
- World Health Organization. (2020a). *Emergencies preparedness, response. Pneumonia of unknown origin – China*. Report, World Health Organization. Recuperado de: <https://www.who.int/csr/don/05-january-2020-pneumonia-of-unknown-cause-china/en/>
- World Health Organization. (2020b). *Novel coronavirus (2019-nCoV) Situation Report – 1*. Report, World Health Organization. Recuperado de: <https://www.who.int/emergencies/diseases/novel-coronavirus-2019/situation-reports>
- Wu, F., Zhao, S., Yu, B., Chen, Y. M., Wang, W., Song, Z. G., & Zhang, Y. Z. (2020). A new coronavirus associated with human respiratory disease in China. *Nature*, 579(7798), 265–269. <https://doi.org/10.1038/s41586-020-2008-3>
- Yang, M., & Zhu, H. (2014). How does market value earnings smoothing under uncertainty? *Applied financial economics*, 24(20), 1335–1345. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.925060>
- Yu, K., Hagigi, M., & Stewart, S. D. (2018). Income smoothing may result in increased perceived riskiness: Evidence from bid-ask spreads around loss announcements. *Journal of Corporate Finance*, 48, 442–459. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.11.007>
- Zang, A. Y. (2012) Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *The accounting review*, 87(2), 675–703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 101528. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>

Relação entre a informatividade do ativo contábil e o risco sistemático das empresas brasileiras

Vanessa Rodrigues dos Santos Cardoso

<https://orcid.org/0000-0002-2124-2282>

Paulo Augusto Pettenuzzo de Britto

<https://orcid.org/0000-0001-7462-9096>

Resumo

Objetivo: Este estudo objetiva analisar eventual relação entre a informatividade do ativo contábil e o risco sistemático das empresas brasileiras. A hipótese de pesquisa parte do pressuposto de que a percepção de risco dos investidores se reduz com fatores que restringem a sua incerteza, dentre eles, uma melhor qualidade da informação.

Método: Para alcançar o objetivo, foram estimadas regressões com dados em painel, empregando-se dados de 186 empresas, de 2010 a 2021. A análise contemplou, além da informatividade global do ativo, a informatividade resultante de escolhas da empresa (parte discricionária) e a informatividade inferida a partir de empresas relacionadas do mesmo setor (parte não discricionária).

Resultados: A informatividade do ativo mostrou-se relevante e negativamente associada ao risco sistemático das empresas brasileiras, sendo que a sua parte não discricionária apresentou efeito mais intenso sobre o risco sistemático do que a parte discricionária.

Contribuições: O trabalho é relevante para usuários, preparadores e reguladores ao contribuir com a discussão sobre qualidade da informação contábil evidenciando sua relação com o risco sistemático de empresas por meio de medida focada no ativo, por sugerir métrica que pode auxiliar nas estimativas de valor da empresa e por fornecer evidências das consequências econômicas das escolhas contábeis.

Palavras-chave: Informatividade do ativo; Capital econômico; Qualidade da informação contábil; Risco sistemático; Custo de capital.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 11/5/2023. Pedido de revisão em 3/8/2023. Rodada 2: Resubmetido em 27/8/2023. Pedido de revisão em 23/10/2023.

Rodada 3: Resubmetido em 12/11/2023. Aceito em 14/11/2023 por Vinicius Gomes Martins, Doutor (Editor assistente). Publicado em 27/3/2024.

Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Informação contábil relevante é aquela capaz de fazer diferença nas decisões tomadas pelos usuários. Portanto, o objetivo do relatório financeiro é fornecer aos usuários, informações úteis sobre fenômenos econômicos. Assim, informações contábeis de qualidade devem contribuir para estimar o valor intrínseco das empresas e, como consequência natural, auxiliar na alocação eficiente dos recursos na economia (*International Accounting Standards Board* [IASB], 2018; Chen *et al.* 2022). Desse modo, a qualidade da informação contábil pode influenciar o custo de capital ao reduzir incertezas dos investidores quanto aos fluxos de caixas das empresas (Hribar & Jenkins, 2004; Aboody *et al.* 2005; Lambert *et al.*, 2007; Francis *et al.* 2008; Dechow *et al.*, 2010).

Os trabalhos seminais de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) iniciaram a pesquisa que observa a reação dos investidores à informação contábil por meio da variação dos preços das ações, fruto das decisões agregadas de compra em venda dos ativos. Esse tipo de pesquisa perdura até os dias atuais. Entretanto, quando se observa o desenvolvimento da literatura sobre o efeito da qualidade da informação contábil sobre o custo de capital, verifica-se que a literatura ainda apresenta oportunidade de evolução, especialmente quanto aos efeitos da precisão da informação e da contribuição marginal de cada *proxy* de qualidade nesse contexto (Dechow *et al.*, 2010).

Quando se amplia o limite do campo de pesquisa sobre qualidade da informação contábil e custo de capital, observando especificamente o risco sistemático, verifica-se que a literatura é ainda menos extensa, embora já existam evidências que apontam a relação negativa entre qualidade da informação contábil e risco sistemático (Francis *et al.* 2005; Ma, 2017; Xing & Yan, 2019).

Lambert *et al.* (2007) explicam que os fluxos de caixa das empresas individuais estão correlacionados com os do mercado. Nesse contexto, a qualidade da informação contábil influencia as avaliações dos investidores sobre a covariância dos fluxos de caixa da empresa com o mercado. Portanto, a qualidade da informação contábil influencia o risco sistemático, conforme definição dada pelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

A associação da qualidade da informação com o risco sistemático é motivada pelo fato de o risco sistemático referir-se ao risco que não pode ser eliminado por meio da diversificação de portfólio sendo, assim, determinante para a taxa mínima de retorno de um investimento. No caso, a associação esperada da qualidade da informação sobre o risco sistemático de uma empresa é inversamente proporcional: maior risco associado a menor qualidade da informação.

A qualidade da informação contábil depende tanto do desempenho financeiro da empresa quanto do sistema contábil que o mede. As medidas mais comumente utilizadas estão relacionadas ao resultado contábil, focando propriedades diferentes do lucro, que não são substituíveis entre si, tais como persistência dos resultados, suavização de resultados, reconhecimento tempestivo de perdas, modelos de *benchmarking*, coeficiente de resposta do investidor aos resultados e indicadores externos de distorções dos lucros, de modo que não se pode afirmar qual seria a melhor *proxy* para a qualidade da informação.

Porém, para que seja de qualidade, a informação contábil contida nos lucros deve refletir com precisão o desempenho atual; indicar desempenho futuro; e ser um resumo útil para avaliar o valor da empresa (Dechow *et al.*, 2010).

Outra linha de pesquisa são os modelos de *value relevance*, que procuram medir a capacidade das demonstrações financeiras de explicar o valor da empresa, analisando como os lucros contábeis impactam os retornos, sendo o modelo empírico desenvolvido por Ohlson (1995) amplamente utilizado nesse tipo de pesquisa (Holthausen & Watts, 2001; Barth *et al.*, 2001).

Entretanto, ao longo do tempo, pesquisas têm documentado que as informações contábeis, principalmente os lucros, têm perdido relevância informativa. Contrapondo esse entendimento, Barth *et al.* (2023) argumentam que o que está ocorrendo, na verdade, é uma transição de uma economia industrial para uma nova economia, baseada em serviços e tecnologia da informação. Assim, não é que a informação contábil está perdendo relevância, mas que o seu valor pode estar mais relacionado a ativos intangíveis, oportunidades de crescimento e medidas alternativas de desempenho das organizações.

Contudo, é salutar expandir e aprofundar as possibilidades nesse campo de pesquisa. Nesse sentido, a medida de informatividade do ativo (IA) proposta por Chen *et al.* (2022) se apresenta como oportunidade para ser aplicada no mercado brasileiro. A informatividade do ativo mede a capacidade da contabilidade de revelar o valor do capital econômico de uma empresa. O capital econômico diz respeito ao estoque de capital e à sua produtividade, os quais determinam os fluxos de caixa futuros e, portanto, o valor intrínseco de uma empresa. Entretanto, o capital econômico não é diretamente observável. Assim, a informatividade do ativo pode ser calculada por meio de uma regressão do lucro econômico em função do ativo contábil defasado. Nesse sentido, o coeficiente de determinação desta regressão para cada empresa representa quanto o estoque de capital contábil informa sobre o capital econômico.

Entretanto, ainda que o valor do capital econômico de uma empresa possa ser medido pelos ativos contábeis, essa medição incorpora ruídos que se devem tanto ao sistema contábil de mensuração quanto às escolhas contábeis específicas da empresa (Kanodia *et al.*, 2005; Dutta & Nezlobin, 2017).

Assim, de modo diferente das medidas de lucro mais conhecidas, a informatividade do ativo foca mais no balanço patrimonial, envolvendo aspectos relativos à mensuração e ao reconhecimento de ativos operacionais (Chen *et al.*, 2022).

A literatura contábil sobre o gerenciamento de resultado demonstra que os lucros são divididos em duas partes: o fluxo de caixa e os *accruals*, que são ajustes que surgem em função do regime de competência (Healy, 1985; DeAngelo, 1986; Jones, 1991). Dechow *et al.*, (1995) a partir do modelo de Jones (1991), demonstraram técnicas para isolar o componente discricionário dos *accruals*, separando-o de sua parte inata. Analogamente, a informatividade do ativo contábil pode ser medida pelo nível de discricionariedade da empresa ao decidir quais informações ela apresenta aos seus investidores. Assim, a informatividade do ativo pode ser decomposta em parte discricionária determinada pelas escolhas da empresa; e outra parte não discricionária, relacionada ao setor de atuação em que a empresa está inserida.

A lacuna que se busca preencher com essa pesquisa se refere à inexistência de estudos que explorem a informatividade do ativo, que é uma medida desenvolvida recentemente e testada no mercado americano, mas não no Brasil; ao desconhecimento da associação dessa variável com o custo de capital, pois ainda que a literatura preconize a associação negativa de qualidade da informação contábil e custo de capital, não é conhecida a relação da informatividade do ativo das empresas brasileiras com o risco sistemático. Além disso, diz respeito à falta de evidências sobre a segregação da informatividade do ativo em duas partes: uma não discricionária, que é inerente ao comportamento da indústria e outra discricionária, que reflete as escolhas contábeis da própria empresa; e à inédita evidência sobre a relação da informatividade não discricionária e discricionária do ativo com o risco sistemático das empresas brasileiras.

Desse modo, este estudo analisa se a qualidade da informação contábil medida pela informatividade do ativo é percebida pelo investidor, sendo precificada por meio do risco sistemático, que é um componente do custo de capital. Assim, o objetivo do trabalho é analisar o efeito da informatividade do ativo contábil sobre o risco sistemático a partir do seguinte problema de pesquisa: **A informatividade do ativo contábil é relevante para o risco sistemático de uma empresa?**

Desse modo, este estudo se aprofunda para considerar essas questões, tendo como hipótese fundamental a de que há efetivamente uma associação negativa entre a informatividade do ativo contábil e o risco sistemático de empresas no Brasil.

Para tanto, são consideradas 186 empresas, de nove setores econômicos distintos, com ações negociadas no mercado acionário brasileiro com informações disponíveis para o cálculo das variáveis do estudo, utilizando dados trimestrais do período de 2010 a 2021. Por meio de regressões de modelo adequado para a análise de dados em painel, foram estimados quatro modelos do risco sistemático em função da informatividade do ativo e suas partes discricionária e não discricionária, além das variáveis de controle produtividade do ativo, tamanho, crescimento, tangibilidade, ciclo operacional e volatilidade dos lucros.

Os resultados apontam para a relevância da relação da informatividade do ativo com o risco sistemático das empresas brasileiras apresentando a associação negativa esperada, o que corrobora a hipótese fundamental do estudo.

Esta pesquisa procura contribuir com a literatura relacionada à relação entre a qualidade da informação contábil e o custo de capital aplicada ao mercado brasileiro. Além disso, o estudo agrega à literatura ao explorar efeitos de características específicas da empresa sobre o risco sistemático.

O tema é relevante para a academia, pois contribui com a discussão da qualidade da informação contábil ao evidenciar sua relação com o risco sistemático de empresas por meio de medida focada no ativo. Para os usuários da informação contábil, notadamente investidores, ao analisar como a qualidade da informação pode afetar suas decisões na medida em que o retorno mínimo exigido pelos acionistas está relacionado à informação sobre a empresa. Para preparadores e reguladores contábeis, ao fornecer evidências das consequências econômicas das escolhas contábeis relativas à mensuração, reconhecimento e evidenciação de ativos contábeis.

2. Referencial Teórico

2.1 A informatividade do ativo contábil

O estoque de capital de uma empresa está normalmente associado aos ativos fixos, ou ativos operacionais, uma classificação mais abrangente do que o ativo imobilizado. Segundo Soliman (2008), esses ativos são apurados subtraindo-se do ativo total os valores disponíveis e os investimentos de curto prazo. Nesse contexto, o estoque de capital está relacionado à capacidade produtiva da empresa e consequentemente, aos fluxos de caixa futuros. O estoque de capital também pode influenciar os investimentos futuros. Por esse motivo, o estoque de capital também é conhecido como capital econômico. Entretanto, o capital econômico não é diretamente observável (Chen *et al.*, 2022; Kanodia *et al.*, 2005).

Tobin (1969) desenvolveu a teoria q de investimento (ou q de Tobin), que prevê relação entre o valor das firmas e suas taxas de reinvestimento ou de reposição de ativos. De modo simplificado, o modelo da teoria q de investimento é especificado da seguinte forma:

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \alpha + \beta q_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (1)$$

em que: t indica unidade de tempo; I é o investimento em capital no período seguinte; K é o estoque de capital no início do período; e q é o quociente do valor de mercado da empresa (deduzido de ativos financeiros e estoques) sobre o capital existente.

Segundo a teoria q de investimento, sempre que q for maior do que 1, indicando que o valor de mercado da empresa é maior do que o valor do estoque de capital existente, o valor de empresa estaria superdimensionado e, consequentemente, haveria incentivos para a empresa investir em si mesma.

Por outro lado, estando com seu valor superdimensionado, o potencial de retorno das ações de uma empresa como resultado de investimentos em capital seria limitado. Disso, conforme Xing (2008) e Hou *et al.*, (2015), decorre uma relação negativa entre investimentos e retorno das ações de uma empresa. Considerando esta relação, Wu *et al.* (2010) afirmam que a aceitação de novos investimentos em capital em empresas com taxas mínimas de atratividade elevadas poderia ser justificada por meio de ajustes nas divulgações de lucros esperados vis-à-vis seus fluxos de caixa, ou seja, pelo registro de *accruals*.

Segundo Andrei *et al.* (2019), a teoria q do investimento começou a demonstrar resultados relevantes nos períodos mais recentes, não corroborando vasta literatura que demonstrou desempenho fraco nos anos anteriores. O melhor ajuste do modelo q de investimento está relacionado ao crescimento substancial dos gastos com pesquisa e outros intangíveis na economia agregada. O modelo tem obtido melhores resultados no caso de empresas intensivas em pesquisa e desenvolvimento, diferentes daquelas mais intensivas em capital fixo para as quais o modelo foi desenvolvido no passado. Desse modo, o modelo q de investimento tem funcionado bem para capturar características relacionadas a inovações corporativas e aprendizado, podendo ser *proxy* para oportunidades de investimento em setores intensivos em P&D.

Os achados de Andrei *et al.* (2019) são corroborados pelos de Barth *et al.* (2023) que, contradizendo as pesquisas anteriores que afirmavam que as informações contábeis tinham perdido relevância ao longo do tempo, argumentam que, na verdade, o que teria ocorrido foi mudança na economia que transitou de uma característica fortemente industrial para ser mais intensiva em serviços e tecnologia. Com efeito, Barth *et al.* (2023) aduzem por uma maior relevância de itens relacionados a ativos intangíveis, oportunidades de crescimento e novas medidas alternativas de desempenho organizacionais para explicar o valor das empresas. Dessa forma, a relevância da informação contábil evoluiu apresentando uma relação diferenciada, mas não decrescente, entre o preço das ações e as informações contábeis que refletem a nova economia.

Interessante observar que Dutta e Nezlobin (2017) identificaram que divulgações contábeis sobre estoque de capital futuro e sobre fluxo de caixa futuro atuam como substitutas. Isso porque divulgações mais precisas sobre os fluxos de caixa futuros reduzem os efeitos positivos das divulgações de estoque de capital futuro sobre a eficiência dos investimentos e, conseqüentemente, sobre o bem-estar dos investidores.

O valor de uma empresa é determinado por suas decisões de investimento realizado no período atual (I_t) e do estoque de capital que já existia no período anterior (K_{t-1}), dadas a produtividade do capital e o custo da realização do investimento (Hayashi, 1982; Bai *et al.*, 2016). A Equação (2) descreve esse racional:

$$V_{ijt}(I_{ijt}, K_{1j,t-1}) = (1 + \tilde{g}_{ijt})(K_{ij,t-1} + I_{ijt}) - \left(I_{ijt} + \frac{\gamma_{ijt}}{2K_{ij,t-1}} I_{ijt}^2 \right), \quad (2)$$

em que: V_{ijt} é o valor da empresa; $K_{1j,t-1}$ representa o valor do estoque de capital no início do período, I_{ijt} é o investimento em capital adicionado ao estoque inicial; γ_{ijt} representa um ajuste de custo implícito ao investimento realizado, componente do custo total de ajuste do capital $\frac{\gamma_{ijt}}{2K_{ij,t-1}} I_{ijt}^2$; \tilde{g}_{ijt} ; o parâmetro dado de produtividade marginal do estoque de capital em t , que possui componentes endógenos (inerentes à gestão da empresa) e exógenos (alheios à gestão da empresa, mas que afetam a sua produtividade), não sendo completamente conhecida; i é a empresa; j o setor em que a empresa se insere; t o momento atual.

Desse modo, antes de realizar o investimento adicional (I) a empresa observa um conjunto de informações privadas (f) sobre a produtividade (g) esperada. Assim, o investimento ótimo, que maximiza o valor da firma, segundo Chen *et al.* (2022), pode ser descrito pela Equação (3):

$$\frac{I_t^*}{K_{t-1}} = \frac{1}{Y} E(\tilde{g}|f). \quad (3)$$

Portanto, o valor da empresa é maior quando o estoque de capital (K) é mais produtivo e quando as informações sobre a produtividade são menos incertas. Desse modo, as informações sobre o capital importam para que os investidores formem expectativas mais precisas sobre o valor da empresa. Entretanto, o capital econômico está relacionado ao estoque de capital associado a uma taxa marginal de produtividade do capital dada que não é completamente conhecida, diferindo em algum grau, do valor dos ativos contábeis.

O desafio que se apresenta é se (e como) os ativos contábeis poderiam medir o capital econômico, de forma a serem relevantes para a tomada de decisão dos usuários da informação contábil. Se não existissem imprecisões na medição, o estoque de capital considerado nas equações anteriores poderia ser substituído pelo ativo contábil e ser considerado uma informação útil para o usuário que quisesse ser informado sobre o valor do capital econômico.

Para Dutta e Nezlobin (2017), uma vez que a empresa faz investimentos para ajustar seu estoque de capital ao longo do tempo, a divulgação de informações contábeis pode afetar a eficiência desse investimento e o bem-estar do investidor. Caso sejam mais precisas, as informações contábeis atenuam incentivos dos atuais proprietários para subinvestir, ao diminuírem incerteza e subsidiarem melhor a avaliação e a tomada de decisão. Esse efeito depende de como as divulgações contábeis informam sobre o estoque de capital futuro da empresa (balanço patrimonial) ou sobre seus fluxos de caixa operacionais futuros (lucros).

As medições contábeis dos investimentos contêm certo grau de imprecisão, pois dependem de muitos julgamentos subjetivos, estimativas e convenções simplistas devido à dificuldade de separar os investimentos (tangíveis e intangíveis) dos fluxos de caixa operacionais. Isso não significa que as imprecisões diminuam o valor da firma, pois podem inclusive aumentá-lo (Kanodia *et al.*, 2005).

De acordo com Chen *et al.* (2022), há pelo menos quatro razões pelas quais os ativos contábeis podem conter imprecisões de medição em relação ao capital econômico: (i) o preço de venda de um ativo captura seu valor de saída e não seu valor em uso; (ii) o valor de uma empresa representa a combinação de todos os seus ativos e não a soma dos valores de cada ativo específico; (iii) vantagens e desvantagens comparativas (em termos de produção) que a empresa enfrenta em relação a outras empresas podem afetar seu valor, bem como a capacidade da contabilidade de mensurar a sua real capacidade produtiva e de cada ativo; e (iv) a padronização das normas internacionais de contabilidade pode imputar algum ruído, devido a critérios restritos de reconhecimento e mensuração, além de necessidade de julgamento profissional na sua aplicação.

Uma vez que os investimentos podem não ser plenamente informados, ou informados de maneira imprecisa, diferenças entre o ativo contábil e o capital econômico poderão ser representadas pela Equação (4) (Kanodia *et al.*, 2005; Chen *et al.*, 2022):

$$A_t = K_t + \varepsilon_t, \quad (4)$$

em que: A_t é o ativo contábil, que representa o histórico de investimentos e suas mensurações contábeis; K_t é o estoque do capital econômico, incluindo sua produtividade; e ε_t é o termo que captura o ruído na medição contábil, inclusive o efeito cumulativo de erros de mensurações contábeis realizadas ao longo do tempo, relativas ao investimento.

Assim, a informatividade do ativo contábil (IA) é definida como a capacidade de A_t (deduzida do erro ε_t) explicar K_t . Nesse contexto, a IA pode ser representada pela incerteza que resta sobre o valor do capital econômico (K_t) após a observação do ativo contábil (A_t), medida como uma proporção da incerteza que existia antes da observação de A_t , conforme Equação (5):

$$IA_t = \frac{Var(K_t) - Var(K_t|A_t)}{Var(K_t)} \quad (5)$$

Em que: $var(K_t)$ é a incerteza *ex-ante*; $var(K_t|A_t)$: incerteza *ex-post*, após observar ativo contábil.

A Equação (5) indica que IA_t depende da razão entre o ruído contábil e a incerteza *ex-ante*, de forma que a informatividade do ativo é alta quando os ativos contábeis diminuem a incerteza em relação ao valor do capital econômico.

2.2 O risco sistemático de uma empresa

O *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) é um modelo que relaciona a volatilidade dos retornos das ações da empresa às flutuações de uma carteira teórica completamente diversificada, que representa o mercado. A sensibilidade específica dos retornos da empresa às variações do prêmio de risco de mercado (excesso de retorno do mercado sobre o retorno de um ativo livre de risco) é conhecida como risco sistemático, sendo determinada pelas características específicas da empresa relativas ao seu negócio. No modelo CAPM, o risco sistemático é representado pelo parâmetro beta β_{it} (Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966).

Há evidências de que o efeito das informações disponíveis sobre determinada empresa ou da incerteza que os investidores enfrentam se dá no prêmio de risco de mercado, seja este calculado considerando-se, ou não, a alavancagem da empresa. Dessa forma, ainda que com efeitos marginais distintos em magnitude, a estimação da relação da qualidade da informação contábil sobre o risco sistemático deve ser similar empregando-se o beta alavancado e desalavancado (Hugges *et al.*, 2007; Armstrong *et al.*, 2013).

Segundo Xing e Yan (2019), o efeito da qualidade da informação contábil sobre o custo de capital poderia se dar de três formas: a qualidade da informação contábil como um fator de risco sistemático adicional, distinto dos demais fatores já conhecidos; a qualidade da informação contábil não sendo um risco em si, mas afetando os demais fatores conhecidos; ou a qualidade da informação contábil estando relacionada ao fator de risco sistemático.

Essa terceira possibilidade, menos estudada na academia, possui suporte teórico, uma vez que já foi demonstrado que a informação contábil de uma firma pode afetar a visão dos investidores sobre outras empresas economicamente relacionadas, sobre a economia agregada e sobre a covariância dos fluxos de caixa da própria firma com o mercado como um todo. (Xing & Yan, 2019; Lambert *et al.*, 2007; Ma, 2017; Patton & Verardo, 2012).

Pesquisas específicas sobre a relação da qualidade informação contábil com o risco sistemático evidenciam que ela é negativa. Corroborando pesquisas sobre a teoria q , seria possível construir a premissa de que altas taxas de investimento estariam relacionadas à maior informatividade do ativo e, por sua vez ao menor risco sistemático devido à menor incerteza (Chen *et al.*, 2022; Ma, 2017; Xing & Yan, 2013; Francis *et al.*, 2005).

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Amostra

A amostra compreendeu todas as empresas com ações negociadas na B3, com disponibilidade de dados para o cálculo das variáveis selecionadas, exceto aquelas pertencentes aos setores financeiros e segmentos denominados como “outros”, conforme classificação disponibilizada pela B3. No caso das empresas do setor financeiro, sua exclusão da amostra é devida às características específicas desse setor, tais como complexidade contábil, características únicas de risco e retorno, regulamentação diferenciada, modelagem e avaliação específica de ativos e de passivos e, sobretudo, pela maior relevância dos ativos disponíveis e investimentos de curto prazo, vis-à-vis os ativos operacionais, nas decisões da empresa. No caso de “outros”, por incluir empresas de atividades econômicas diferentes, o que viola o aspecto do pertencimento a uma mesma indústria. A amostra foi composta por 186 empresas, pertencentes a nove setores: bens industriais, comunicações, consumo cíclico, consumo não cíclico, petróleo, gás e combustíveis, saúde, materiais básicos, telecomunicações e utilidades públicas.

Foram utilizados dados contábeis trimestrais durante o período de 2010 a 2021, extraídos da plataforma da Economática®, de forma a considerar apenas o período após a convergência do Brasil às normas internacionais de contabilidade. Uma vez que foram utilizadas janelas móveis de 20 trimestres para o cálculo da variável informatividade do ativo, o período das estimativas é de 2015 a 2021 e, no total, considerando dados faltantes, a amostra é composta por 4.654 observações empresas-trimestres.

3.2 Modelo Econométrico

O modelo base testado é o descrito na Equação (6):

$$\beta_{it+1} = \alpha_{it} + \beta_1 IA_{it} + \lambda_1 Theta_{it} + \lambda_2 TAM_{it} + \lambda_3 B2M_{it} + \lambda_4 TANG_{it} + \lambda_5 CO_{it} + \lambda_6 \sigma RNOA_{it} + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

Em que β_{it+1} : representa o risco sistemático da empresa i em relação ao índice de mercado (Ibovespa), medido conforme o modelo CAPM tradicional, sendo janela móvel trimestral do beta calculado utilizando série de 60 meses, iniciando no 60º mês anterior ao mês de julho do ano $t+1$, após a data base do cálculo da informatividade do ativo do período t ; IA_{it} é a informatividade do ativo; $Theta_{it}$: produtividade do ativo, medida pelo coeficiente de inclinação da regressão da informatividade do ativo (R_{ijt}^2); TAM_{it} é o tamanho da empresa, calculado pelo logaritmo natural do Ativo Total; $B2M_{it}$ mede a relação do patrimônio líquido com o valor da capitalização de mercado (*book-to-market*); $TANG_{it}$ é a tangibilidade do ativo, calculada proporção dos ativos fixos sobre os ativos totais; CO_{it} é o ciclo operacional, medido pelo logaritmo natural da soma dos dias de contas a receber e dias de manutenção de estoque; $\sigma RNOA_{it}$ é a volatilidade da lucratividade, medida pelo desvio-padrão da lucratividade dos ativos operacionais.

Neste estudo, a variável de interesse IA_{it} é medida de quatro formas distintas, conforme descrito na Tabela 1.

3.2.1 Variável de interesse: Informatividade do Ativo

O lucro contábil diz respeito à confrontação de receitas, despesas e custo consumido, registrados, mensurados e evidenciados conforme os princípios contábeis normalmente aceitos. O lucro econômico é o incremento ao valor presente do patrimônio líquido e envolve aspectos subjetivos (Fuji, 2004).

O modelo empírico que mede a informatividade dos ativos contábeis é fundamentado na premissa de que o lucro contábil é capaz de capturar o lucro econômico fornecendo estimativa de valor da empresa (Black, 1980).

A partir da premissa de que os ativos contábeis são relevantes para informar sobre o capital econômico de uma empresa, a informatividade do ativo pode ser medida pelo poder explicativo de uma regressão do lucro em função de ativos defasados. Isso porque, se o estoque de capital determina a renda econômica, quanto maior o poder explicativo dessa regressão, maior a informatividade do ativo sobre o capital econômico (Chen *et al.*, 2022):

$$NOPAT_{ijt} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}NOA_{ijt-1} + \varepsilon_{ijt} \quad (7)$$

Em que: $NOPAT_{it}$ é o lucro econômico da empresa i do setor j , medido pelo lucro operacional após impostos; $NOPAT_{it-1}$ representa os ativos operacionais utilizados em operações de longo prazo da empresa i do setor j , medidos pelo saldo inicial de ativos operacionais líquidos, calculados pela diferença entre ativos operacionais e passivos operacionais. Seguindo Soliman (2008), os ativos operacionais são calculados pelo ativo total menos caixa e equivalentes e investimentos de curto prazo; e os passivos operacionais são calculados pelo ativo total menos dívida de curto e longo prazo e patrimônio líquido.

O coeficiente de determinação (R^2) da regressão realizada conforme a Equação (7), para cada empresa i do setor j , que corresponde ao valor quadrático do coeficiente de correlação entre o lucro econômico do momento atual (E_t) e o estoque de capital do início do período (A_{t-1}), representa a informatividade do ativo contábil (ativo operacional líquido) em relação ao capital econômico. De acordo com a literatura, em especial relativa à Equação (5), a informatividade consiste na parte do NOPAT explicada pelo NOA estimada pelo coeficiente de determinação da equação (7).

Foram considerados quatro modelos, cada um com uma medida de informatividade do ativo como variável explicativa de interesse. O coeficiente de determinação (R^2) da regressão realizada conforme a Equação (7) é a variável do Modelo 1 (IA_{ijt}). A partir desse coeficiente, as demais medidas foram calculadas, como se pode observar na Tabela 1.

Tabela 1

Medidas de informatividade do ativo

Modelo	Variável de interesse Informatividade do Ativo	Cálculo	Referência
1	Informatividade do ativo Global (IA_{ijt})	$IA_{ijt} = R_{ijt}^2 = \frac{Cov^2(NOPAT_t, NOA_{t-1})}{Var(NOPAT_t)Var(NO A_{t-1})}$	Chen et al. (2022)
2	Informatividade do ativo: Não discricionária ($IA_{ind,t}$)	$IA_{ind,t} = R_{ind,t}^2 = \frac{e^{\hat{\phi}_{it}}}{1 + e^{\hat{\phi}_{it}}}, \text{ em que } \hat{\phi}_{it} = \frac{1}{N_{it}} \sum_{i=1}^{N_{it}} \left(\ln \frac{R_{ijt}^2}{1 - R_{ijt}^2} \right)$ de todas as empresas i da indústria j no trimestre t .	Chen et al. (2022)
3	Informatividade do ativo: Parte discricionária - Opção 1 ($IA_{firm1,t}$)	$IA_{firm1,t} = R_{firm1,t}^2 = \frac{R_{ijt}^2 - R_{ind,t}^2}{1 - R_{ind,t}^2}$	Chen et al. (2022)
4	Informatividade do ativo: Parte discricionária - Opção 2 ($IA_{firm2,t}$)	$IA_{firm2,t} = R_{firm2,t}^2 = \sqrt{(R_{ijt}^2 - R_{ind,t}^2)^2}$	Elaborada pelos autores

Fonte: elaborada pelos autores.

Para o Modelo 1, foi adotada janela móvel, a fim de gerar uma IA_{ijt} para cada empresa-trimestre adicional de mar/2015 a dez/2021, e essa série foi considerada como variável independente. Essa medida é chamada de IA Global.

Posteriormente, com base na IA_{ijt} de cada empresa-setor-trimestre, foram calculadas as componentes não discricionária e discricionária. Seguindo as especificações destacadas na Tabela 1, a informatividade não discricionária ($IA_{ind,t}$) representa os efeitos médios de todas as empresas da indústria, sendo a variável de interesse inserida no Modelo 2.

A parte discricionária da informatividade do ativo ($IA_{firm1,t}$) é a variável de interesse do Modelo 3. Essas variáveis são calculadas conforme a proposição de Chen *et al.* (2022).

Adicionalmente, este estudo apresenta uma medida alternativa para a parte discricionária da informatividade do ativo ($IA_{firm2,t}$). Observou-se que a métrica sugerida por Chen *et al.* (2022) - ($IA_{firm1,t}$) - apresentava uma elevada dispersão em relação à diferença entre a IA Global (IA_{ijt}) e sua parte inata ($IA_{ind,t}$). Assim, para a parte discricionária, adotou-se a raiz do quadrado da diferença entre a IA Global e sua parte não discricionária, como está descrito na Tabela 1. Essa variável de interesse foi inserida no Modelo 4.

Para contornar o problema de amostras pequenas nas regressões para cada empresa, de apenas 12 trimestres optou-se, tal como em Chen *et al.* (2002), por utilizar as janelas trimestrais de $t-3$ a t , gerando amostras consideravelmente maiores.

3.2.2 Variáveis de controle

As variáveis de controle foram selecionadas seguindo Chen *et al.* (2022), porém com foco na sua relação com o risco sistemático.

Uma vez que maior produtividade do ativo levaria a maior rentabilidade, espera-se que a relação com o risco sistemático seja negativa. Essa premissa é baseada na literatura sobre rentabilidade do ativo, pelo entendimento de que ambas tratam de fenômeno correlacionado (Sarmiento-Sabogal & Sadeghi, 2015).

Uma vez que empresas maiores seriam menos arriscadas por conseguirem acessar melhores condições para desenvolver suas operações, como crédito e fornecedores, espera-se relação *negativa* tamanho e risco sistemático (Beaver *et al.*, 1970; Castagna & Matolcsy, 1978; Atiase, 1985). Como contraponto, algumas pesquisas apontam relação positiva, devido a riscos que essas empresas enfrentariam, por exemplo, maiores gastos com P&D (Koussis & Makrominas, 2015; Wiyono & Mardijuwono, 2020).

Empresas que apresentam baixa relação *book-to-market* (B2M) são consideradas com maior potencial de crescimento e empresas de alto B2M são empresas de valor, pois seu patrimônio líquido é mais próximo ou maior que o valor de mercado. Espera-se que a relação entre o risco sistemático e empresas com baixo B2M seja negativa (Koussis & Makrominas, 2015). Observe que a relação negativa não significa menor risco. Ao contrário, por serem empresas possivelmente relacionadas a atividades de tecnologia, internet ou intensivas em P&D, são percebidas como mais arriscadas. Para essas empresas o mercado falharia em compreender adequadamente as informações contábeis, atribuindo maior risco aos gastos em P&D ou ativos intangíveis, que não são reconhecidos pela sua capacidade de gerar ganhos futuros, mas por aumentarem a imprevisibilidade dos fluxos de caixa futuros, dando a impressão de que esses gastos seriam ruins para a empresa (Mohanram, 2005; Kothari, *et al.*, 2002).

Por outro lado, é esperada relação positiva com o risco sistemático para empresas com alto B2M, que são consideradas mais arriscadas por sua tendência de apresentarem dificuldades financeiras, por terem menos acesso a canais de divulgação e por terem menor cobertura de analistas (Piotroski, 2000).

Em relação à tangibilidade, que é o nível de capital fixo em relação ao ativo total, existem duas vertentes. A primeira considera que a variável teria relação positiva com o risco sistemático em função da maior exposição que grandes gastos de capital associados a aumentos na alavancagem operacional causariam (Lev, 1974; Jose & Stevens, 1987). A outra corrente considera que as empresas com alta tangibilidade, intensivas em capital, são propensas a exercerem poder de monopólio, o que reduziria a sua exposição a riscos sistemáticos (Subrahmanyam & Thomadakis, 1980; Barton, 1988).

Espera-se que a relação do ciclo operacional com o beta seja positiva, pois quanto menor o ciclo, maior a disponibilidade de recursos e menor o risco decorrente de descasamento de fluxos de ativos correntes passivos correntes, que é a liquidez corrente. O nível de liquidez corrente possui relação negativa com o risco sistemático (Beaver *et al.*, 1970; Castagna & Matolcsy, 1978)

Espera-se que a volatilidade dos lucros e o risco sistemático sejam positivamente relacionados (Beaver *et al.*, 1970; Hong & Sarkar, 2007). Essa relação corrobora o entendimento de que a volatilidade dos lucros é uma medida de incerteza, negativamente associada à previsibilidade dos lucros, podendo ser determinada tanto por fatores econômicos que estão representados no prêmio de risco de mercado, quanto a fatores contábeis, determinados pela própria empresa ou pelo sistema de medição contábil (Dichev & Tang, 2009).

Por fim, destaque-se que a seleção das variáveis de controle observa o princípio da parcimônia no sentido de manter o modelo o menor possível. De fato, essas *variáveis de controle, como será visto adiante*, são suficientes para se obter modelos que não violam os pressupostos da regressão.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

A Tabela 2 apresenta as estatísticas descritivas das variáveis consideradas no estudo. Observa-se que a maioria das séries é assimétrica à esquerda, com mediana menor que a média. A maior amplitude é da volatilidade dos lucros ($\sigma RNOA$), que também apresenta o maior desvio-padrão. Em relação ao risco sistemático (β_{it}), observa-se que a média e mediana são próximas de 1, o que significa risco médio das empresas próximo ao do mercado. A informatividade do ativo média de 0,30 significa que para essa amostra e período, 30% do lucro é explicado pelo ativo defasado.

Tabela 2

Estatísticas descritivas

	β_{it}	IA_{ijt}	$IA_{ind,t}$	$IA_{firm1,t}$	$IA_{firm2,t}$	Θ	TAM	$B2M$	$TANG$	CO	$\sigma RNOA$
Média	0,848	0,299	0,183	0,139	0,219	0,056	15,038	0,862	0,229	4,803	0,289
Mediana	0,781	0,225	0,165	0,061	0,157	0,062	15,131	0,585	0,201	4,765	0,057
Máximo	3,392	0,946	0,548	0,940	0,844	0,952	19,149	5,902	0,825	7,896	19,73
Mínimo	-1,103	0,000	0,001	-0,887	0,000	-3,873	9,626	0,000	0,000	2,049	0,008
Desvio- Padrão	0,656	0,269	0,088	0,331	0,184	0,280	1,782	0,959	0,192	0,859	1,213
Assimetria	0,498	0,653	1,021	0,458	1,111	-3,308	-0,224	2,138	0,723	0,490	8,967
Curtose	3,321	2,223	4,092	2,481	3,423	44,549	2,685	8,374	2,832	3,848	104,3

Fonte: elaborada pelos autores.

Preliminarmente às estimações, foram realizados testes para verificar a robustez dos dados. As variáveis explicativas foram testadas quanto à sua multicolinearidade com as demais por meio do fator de inflação de variância (VIF). As variáveis não apresentaram indícios de multicolinearidade segundo o teste VIF.

Foram realizados testes de Bartlett, Levene e Brown-Forsythe, os quais sugeriram que a hipótese de homocedasticidade dos resíduos deve ser rejeitada. Além disso, os testes de Durbin-Watson e Wooldridge (2010) sugerem que existe autocorrelação positiva dos resíduos.

Por esse motivo, todas as estimações foram realizadas adotando-se erros padrões robustos pelo método *Cross-Section Seemingly Unrelated Regression* (SUR) usando *Panel-Corrected Standard Errors* (PCSE), a fim de evitar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação serial dos resíduos. Ademais, foram adotados efeitos fixos, corroborados pela rejeição da hipótese de redundância desses efeitos. Ademais, corroborando Chen *et al.* (2022), as regressões com efeitos fixos geraram modelos com maior poder de explicação do que aqueles com dados agrupados. Por meio do teste de Hausman, é possível fazer a comparação entre efeitos fixos e aleatórios. Porém, as premissas do cálculo de variância do teste de Hausman podem não ser consistentes com erros padrões robustos que foram adotados (Li & Wibbens, 2023). Por esse motivo, as estimações com efeitos aleatórios não foram realizadas.

Os resultados das estimações realizadas estão dispostos na Tabela 3. Conforme esperado, a qualidade da informação contábil medida pela informatividade do ativo global (IA_{ijt}) é estatisticamente significativa e possui relação negativa com o risco sistemático das empresas negociadas no mercado acionário brasileiro, corroborando tanto as pesquisas sobre a qualidade da informação contábil quanto a teoria q de investimento (Francis *et al.*, 2005; Ma, 2017; Xing & Yan, 2019; Chen *et al.*, 2022). A interpretação desse resultado é de que os investidores consideram a informação sobre ativo como qualificada para medir o capital econômico em suas avaliações de empresas.

A informatividade do ativo não discricionária (IA_{ind}), indicador relacionado a fatores que estão fora do controle diário da administração, que são característicos da indústria, do modelo de negócio, do ambiente operacional e das regras contábeis, é relevante e negativamente associada ao risco sistemático, sendo seu efeito mais intenso que a medida global e partes discricionárias. Tais resultados podem estar relacionados aos efeitos relevantes dos pares sobre o risco sistemático das empresas, uma externalidade já documentada na literatura (Ma, 2017).

A parte discricionária da informatividade do ativo (IA_{firm1}), conforme proposição de Chen *et al.* (2022), também é negativamente associada ao risco sistemático. Entretanto, seu coeficiente é apenas 40% do coeficiente da medida proposta neste estudo (IA_{firm2}), sendo esse achado uma contribuição adicional desta pesquisa para o desenvolvimento da literatura correlata.

Tabela 3

Resultado das estimações

Modelo Base								
$\beta_{it+1} = \alpha_{it} + \beta_1 IA_{it} + \lambda_1 Theta_{it} + \lambda_2 TAM_{it} + \lambda_3 B2M_{it} + \lambda_4 TANG_{it} + \lambda_5 CO_{it} + \lambda_6 \sigma RNOA_{it} + \varepsilon_{it}$								
	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4	
Const.	-0,452		-0,568		-0,407		-0,399	
	(0,354)		(0,356)		(0,363)		(0,357)	
$IA_{it}^{(a)}$	-0,093	***	-0,248	**	-0,051	***	-0,129	***
	(0,021)		(0,123)		(0,018)		(0,027)	
$THETA_{ij}$	-0,032		-0,045		-0,037		-0,035	
	(0,031)		(0,029)		(0,031)		(0,03)	
TAM_{ij}	0,110	***	0,119	***	0,106	***	0,106	***
	(0,024)		(0,025)		(0,025)		(0,025)	
$B2M_{ij}$	-0,075	***	-0,074	***	-0,074	***	-0,075	***
	(0,017)		(0,017)		(0,018)		(0,017)	
$TANG_{ij}$	-0,396	***	-0,404	***	-0,397	***	-0,404	***
	(0,099)		(0,093)		(0,099)		(0,099)	
OC_{ij}	-0,031		-0,031		-0,030		-0,029	
	(0,022)		(0,022)		(0,022)		(0,022)	
$RNOA_{ij}$	-0,014	*	-0,013	*	-0,014	*	-0,015	**
	(0,007)		(0,007)		(0,007)		(0,007)	
$R^2 Aj.$	0,678		0,677		0,678		0,678	
$Est. F$	47,38	***	47,59	***	47,34	***	47,36	***
Nº Obs.	4612		4654		4612		4612	

Nota: IA_{it} representa a informatividade do ativo nos termos da Tabela 1 - no Modelo 1, a informatividade global (partes discricionária e não discricionária) do ativo (IA_{ij}); no Modelo 2, a informatividade (parte não discricionária) do ativo ($IA_{ind,t}$); no Modelo 3, a informatividade (parte discricionária) do ativo da empresa ($IA_{Firm1,t}$) calculada conforme Chen *et al.* (2022); e, no Modelo 4, a informatividade (parte discricionária) do ativo da empresa ($IA_{Firm2,t}$) calculada na forma proposta pelos autores. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão de cada estimativa, em que ***, **, * designam o nível de significância dos parâmetros a 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados revelam que as características idiossincráticas da empresa implícitas no ativo contabilizado - fruto das escolhas contábeis e das decisões diárias da administração sobre a operação de curto prazo e investimento - são úteis como medida de qualidade da informação contábil, ainda que com menor sensibilidade inferior aos efeitos não discricionários sobre o risco sistemático.

Ao passar para as variáveis de controle, verifica-se que o tamanho apresentou relação positiva com o risco sistemático, corroborando as pesquisas que afirmam que essas empresas enfrentam mais riscos, especialmente os relacionados a maiores gastos com P&D (Koussis & Makrominas, 2015; Wiyono & Mardijuwono, 2020).

A variável B2M apresentou relação negativa com o risco sistemático. Esse resultado possui duas interpretações possíveis. Empresas com alto B2M (alto valor) estão sendo consideradas com menor risco sistemático, possivelmente devido à reavaliação dos investidores quanto a possível sobrevalorização passada. Os investidores podem usar informações históricas relevantes para eliminar de suas carteiras empresas com perspectivas futuras ruins. Existem benefícios relacionados à análise mais aprofundada das demonstrações financeiras, especialmente para o caso de pequenas e médias empresas, empresas com baixo giro de ações e empresas sem acompanhamento de analistas, que pode ser o caso (Piotroski, 2000).

A análise da relação negativa, na perspectiva das empresas com baixo B2M (oportunidade de crescimento) estaria fundamentada na hipótese de que haveria falha do mercado em compreender adequadamente as informações contábeis, atribuindo maior risco em função de gastos com P&D ou de ativos intangíveis que não são reconhecidos pela sua capacidade ganhos futuros (Mohanram, 2005).

A variável tangibilidade apresentou relação negativa e significativa com o risco sistemático. Esse resultado corrobora o entendimento de Barth *et al.* (2023) na medida em que, com a transição do mundo para uma nova economia, as medidas que se fundamentam em ativos fixos podem estar apresentando menor relevância em relação a medidas que considerem ativos intangíveis, oportunidades de crescimento e medidas alternativas de desempenho. Desse modo, o risco inerente aos custos fixos ou os efeitos positivos de posição monopolista estariam negativamente associados ao risco sistemático no contexto da nova economia atualizando, para o caso brasileiro, os achados de pesquisas mais antigas como Lev (1974), Jose e Stevens (1987), Subrahmanyam e Thomadakis (1980) e Barton (1988).

A volatilidade dos resultados das empresas está negativamente associada ao risco sistemático, divergindo da literatura correlata em que essa variável representa incerteza quanto ao futuro da empresa, podendo ser consequência tanto de situações econômicas quanto contábeis (Beaver et al., 1970; Hong & Sarkar, 2007; Dichev & Tang, 2009).

As variáveis produtividade e ciclo operacional não se apresentaram relevantes para risco sistemático no contexto brasileiro.

5. Testes Suplementares

Para validar os resultados da pesquisa, foram realizados testes suplementares. Em todos os testes descritos nesta seção, as variáveis de controle do modelo principal foram mantidas. Primeiramente, a variável dependente do modelo principal, o beta alavancado, foi substituído pelo beta desalavancado. A associação negativa das medidas de informatividade do ativo com o risco sistemático foi mantida, porém com menor intensidade em todas as suas variações.

Aprofundando os testes de robustez, foram estimadas regressões com variáveis *dummies* para os anos de 2016 a 2021, para representarem eventos macroeconômicos que possam afetar as variáveis explicativas, de forma a mitigar eventuais problemas de endogeneidade. Por exemplo, o ano de 2019 marcou o início da vigência da *International Financial Reporting Standard 16* – IFRS 16, referente à contabilização de *leasings*. Essa norma passou a não mais permitir que os arrendamentos operacionais fossem mantidos fora do balanço o que obrigou a contabilização de ativos de direitos de uso e de passivos de arrendamento, o que pode ter piorado os indicadores financeiros de muitas empresas. Os anos de 2020 e 2021 marcaram a incidência da pandemia por coronavírus, a Covid-19.

Os resultados comprovam a relevância estatística, pois todos os anos são significantes e positivamente associados ao risco sistemático. Além disso, quando os anos são adicionados à regressão, a variável de informatividade não discricionária perde relevância estatística, o que indica algum efeito macroeconômico simultâneo a esse indicador setorial, para o caso da janela de cinco anos do beta e variáveis de informatividade do ativo.

Adicionalmente, foram realizados testes com janelas de três anos (12 trimestres) e de 7 anos (28 trimestres) para a estimação do beta e da informatividade do ativo, diferentes do modelo principal que adotou cinco anos ou 20 trimestres.

Para as janelas de três anos, os resultados com o beta alavancado são análogos aos do modelo principal, o que ratifica a importância da informatividade do ativo e sua relação negativa com o risco sistemático. No caso do beta desalavancado, observou-se relevância da informatividade não discricionária (IA_{ind}) e da informatividade discricionária proposta pelos autores deste estudo (IA_{firm2}), com o sinal negativo esperado.

Porém, quando são adicionadas *dummies* dos anos de 2014 a 2021, verifica-se que apenas IA_{firm2} é significativa e negativamente associada ao risco sistemático, quando alavancado, novamente indicando possível efeito simultâneo de variáveis macroeconômicas sobre as variáveis de informatividade calculadas com janelas de três anos, o que faz sentido, tendo em vista que ativo e resultado podem ser afetados pelo ambiente macroeconômico. Em relação à relevância dos anos inseridos, com exceção de 2014 e 2015, todos estão positivamente relacionados com o risco sistemático.

No caso das janelas de sete anos, observa-se que a esperada relação negativa com o risco sistemático é mantida significativa, mas apenas para a informatividade global (IA_i) e discricionária (IA_{firm1} ; IA_{firm2}) no caso do beta alavancado; e não discricionária (IA_{ind}), no caso do beta desalavancado.

Quando adicionados, os anos de 2018 a 2021 se apresentam positivamente relacionados ao beta alavancado, mas quando o beta é desalavancado, somente os anos de 2019 a 2021 se mantêm relevantes. A inclusão dos anos na regressão revelou que as informatividades global e não discricionária (IA_i e IA_{ind}) se relacionam com o beta alavancado, mas com o beta desalavancado, apenas a informatividade não discricionária (IA_{ind}) importa, com associação negativa.

Desse modo, testes com janelas maiores e menores que a regressão principal indicam que o tamanho mais adequado é *mesmo*, a janela de 5 anos (20 trimestres), e que com janelas diferentes, a informatividade não discricionária (IA_{ind}), que indica as características setoriais, se sobrepõe às demais medidas em termos de relevância, tanto para o beta alavancado quanto desalavancado, corroborando a existência de externalidades do efeito da indústria sobre o risco sistemático (Ma, 2017).

Além disso, fica clara a interferência do ambiente macroeconômico quando se observam os resultados após a inclusão de *dummies* anuais. Entretanto, a associação negativa não se modifica, e a significância estatística da informatividade do ativo pode, por vezes, se alternar em relação às quatro medidas do estudo, mas não deixam de revelar sua importância.

Adicionalmente, foram realizados testes para verificar possível comportamento diferenciado por setor econômico, utilizando janela de cinco anos para o beta, informatividade do ativo e ERC.

Para o setor de bens industriais, maior IA_{ind} está associada a maior risco sistemático (alavancado ou não). IA_{firm1} mantém o sentido negativo esperado de sua relação com o risco, mas somente quando alavancado.

No setor de utilidades públicas, enquanto IA_{ind} apresenta sinal negativo quanto à relação com o risco sistemático, IA_{firm1} e IA_{firm2} apresentam sinal positivo, revelando possivelmente má avaliação dos investidores quanto às escolhas discricionárias das empresas desse setor.

No setor de saúde, todas as medidas de informatividade do ativo estão associadas a maior risco (exceto IA_{ind} para o beta desalavancado), não corroborando a literatura prévia. De modo contrário, no setor de consumo cíclico, todas as medidas de informatividade do ativo corroboram o sinal negativo esperado em relação ao risco sistemático, alavancado ou não (exceto IA_{firm1} , para o beta desalavancado).

Um setor no qual a informatividade do ativo não importa para o risco sistemático é o de consumo não cíclico, independentemente se o beta é alavancado ou não. Já os setores de materiais básicos e petróleo, gás e combustíveis convergiram com relação negativa e significativa de IA e IA_{Firm} com o beta. Entretanto, para o caso de materiais básicos, maior IA_{ind} está associada a maior risco sistemático.

A informatividade do ativo das empresas do setor de comunicações corrobora a literatura, apresentando relação negativa com o risco sistemático alavancado, porém apenas quando medida por IA global ou IA_{ind} . Quando o beta é desalavancado, apenas IA_{Firm1} é significativa e com relação positiva.

Adicionalmente, ainda que o objetivo deste estudo consista em propor o uso da informatividade do ativo como medida de qualidade da informação, foi realizada comparação com informatividade dos lucros, que é conhecida como *Earnings Response Coefficient* (ERC), medida conforme Dechow *et al.*, (2010). Em nenhuma das regressões iniciais, com beta alavancado ou desalavancado, essa variável foi relevante.

Entretanto, os testes por setores trouxeram à tona a significância estatística da variável ERC para os setores de utilidades públicas e comunicações, em que a relação é negativa, com o beta alavancado ou não. Já para os setores de materiais básicos e consumo não cíclico, a relação é positiva e somente ocorre quando o beta é alavancado.

Ressalte-se que Dechow *et al.*, (2010), apesar de apresentarem várias medidas de qualidade de lucros, inclusive o ERC, afirmam que esses indicadores medem propriedades diferentes do lucro. Corroborando esse entendimento, os resultados indicam que o ERC não é comparável à informatividade do ativo.

Portanto, verifica-se que quando se observa com maior detalhamento a relação entre informatividade do ativo ou do lucro por setores, as relações variam a depender da medida utilizada e se há, ou não, efeito de alavancagem financeira no beta.

6. Conclusão

Este estudo analisou o efeito da informatividade do ativo contábil sobre o risco sistemático. A informatividade do ativo é uma medida de qualidade da informação contábil, que diz respeito à capacidade do ativo operacional contábil de informar sobre o valor do capital econômico de uma empresa.

A partir da utilização de quatro modelos estimados por mínimos quadrados ordinários, com dados transversais em painel e dados de 2010 a 2021 das empresas brasileiras negociadas na B3, foi analisado como a informatividade do ativo influencia o risco sistemático. Complementarmente, foram analisadas as influências de cada parcela da informatividade do ativo, a específica da empresa (discricionária) e típica do setor (não discricionária) sobre o risco sistemático da empresa. Para a parte discricionária, além da medida prevista na literatura, foi proposta neste estudo uma medida alternativa. Também foram consideradas variáveis de controle nos modelos, quais sejam: produtividade do ativo, tamanho, crescimento, tangibilidade, ciclo operacional e volatilidade da lucratividade.

Os resultados revelam que a informatividade do ativo é relevante e está negativamente associada ao risco sistemático das empresas brasileiras, em qualquer das quatro medidas utilizadas no estudo servindo, portanto, como medida alternativa útil para usuários que desejam fazer estimativas do valor intrínseco das empresas.

Quando se observa separadamente a parte não discricionária, verifica-se sua intensidade é próxima de um desvio-padrão superior à dos efeitos da informatividade global e da discricionária. Esse resultado indica possível efeito de externalidades do efeito da indústria sobre o risco sistemático, como sugerido por Ma (2017).

A parte discricionária medida conforme Chen *et al.* (2022) é relevante, mas sua intensidade é apenas 40% da carga fatorial da medida proposta pelos autores, sendo essa uma contribuição deste estudo para o desenvolvimento da literatura correlata. Tais achados evidenciam que as características específicas das empresas relativas às suas escolhas contábeis, suas decisões diárias da administração quanto à operação e aos investimentos são relevantes, mas com menor intensidade em relação aos efeitos da indústria.

As variáveis de controle oportunidade de crescimento, tangibilidade e volatilidade do lucro apresentaram relação negativa com o risco sistemático, enquanto a variável tamanho demonstrou associação positiva. As variáveis produtividade e ciclo operacional não foram estatisticamente significantes.

Foram realizados os seguintes testes suplementares: regressões utilizando o beta desalavancado para medir o risco sistemático; comparações das variáveis *IA* com o coeficiente de resposta aos lucros (ERC); inclusão de variáveis *dummies* representativas dos anos e de efeitos macroeconômicos nos modelos; adoção de janelas maiores e menores para estimativa do beta e da informatividade do ativo; e testes de interações de *IA* por setores econômicos.

Em geral, os testes corroboram os resultados de que a informatividade do ativo está negativamente associada ao risco sistemático. A inclusão dos anos revelou possível endogeneidade nas medidas de informatividade e a separação por setores indicou comportamento diferenciado, tanto em relação à significância estatística quanto sobre o sentido da relação, a depender do caso. Além disso, apenas com esse aprofundamento foi possível identificar a relevância da variável ERC, que representa a informatividade dos lucros.

A principal limitação do estudo está relacionada à quantidade dos dados, motivada pelo tamanho do mercado acionário brasileiro e pelo relativamente pequeno período após a convergência do Brasil às normas internacionais de contabilidade.

O trabalho contribui tanto para a literatura sobre qualidade da informação contábil, que é amplamente baseada no resultado contábil, quanto para a literatura sobre determinantes do custo de capital. O tema é relevante para usuários da informação contábil, notadamente investidores, por sugerir fonte de informação relevante para as suas estimativas de valor da empresa e consequente alocação de capital. Também é relevante para preparadores e reguladores contábeis, ao fornecer evidências das consequências econômicas das escolhas contábeis relativas à mensuração, reconhecimento e evidenciação de ativos contábeis.

Como oportunidade para pesquisas futuras, considera-se verificar se a informatividade do ativo se modifica com alterações de normas contábeis emitidas pelos órgãos reguladores, identificar se os determinantes da informatividade do ativo são os mesmos para as demais medidas de qualidade da informação contábil, bem como demonstrar possíveis determinantes das variações entre setores e até países.

Referências

- Aboody, D., Hughes, J., & Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 43(5), 651-673. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00185.x>
- Andrei, D., Mann, W., & Moyen, N. (2019). Why did the q theory of investment start working?. *Journal of Financial Economics*, 133(2), 251-272. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.03.007>
- Armstrong, C. S., Banerjee, S., & Corona, C. (2013). Factor-loading uncertainty and expected returns. *The Review of Financial Studies*, 26(1), 158-207. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs102>
- Atiase, R. K. (1985). Predisclosure information, firm capitalization, and security price behavior around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 23(1), 21-36. <https://doi.org/10.2307/2490905>
- Bai, J., Philippon, T., & Savov, A. (2016). Have financial markets become more informative?. *Journal of Financial Economics*, 122(3), 625-654. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2016.08.005>
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178. <https://doi.org/10.2307/2490232>
- Barth, M. E., Beaver, W. H., & Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 77-104. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)

- Barth, M. E., Li, K., & McClure, C. G. (2023). Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review*, 98(1), 1-28. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0521>
- Barton, S. L. (1988). Diversification strategy and systematic risk: Another look. *Academy of Management Journal*, 31(1), 166-175. <https://doi.org/10.5465/256503>
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. <https://doi.org/10.2307/2490070>
- Beaver, W., Kettler, P., & Scholes, M. (1970). The association between market determined and accounting determined risk measures. *The Accounting Review*, 45(4), 654-682. <https://www.jstor.org/stable/244204>
- Black, F. (1980). The magic in earnings: Economic earnings versus accounting earnings. *Financial Analysts Journal*, 36(6), 19-24. <https://doi.org/10.2469/faj.v36.n6.19>
- Castagna, A. D., & Matolcsy, Z. P. (1978). The relationship between accounting variables and systematic risk and the prediction of systematic risk. *Australian Journal of Management*, 3(2), 113-126. <https://doi.org/10.1177/031289627800300>
- Chen, Q., Schipper, K., & Zhang, N. (2022). Measuring Accounting Asset Informativeness. *The Accounting Review*, 97(4), 209-236. <https://doi.org/10.2308/TAR-2019-0585>
- DeAngelo, L. E. (1986). Accounting numbers as market valuation substitutes: A study of management buyouts of public stockholders. *Accounting Review*, 61(3), 400-420. <https://www.jstor.org/stable/247149>
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting earnings management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225. <https://www.jstor.org/stable/248303>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47(1-2), 160-181. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2008.09.005>
- Dutta, S., & Nezlobin, A. (2017). Dynamic effects of information disclosure on investment efficiency. *Journal of Accounting Research*, 55(2), 329-369. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12161>
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Francis, J., Nanda, D., & Olsson, P. (2008). Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53-99. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>
- Fuji, A. H. (2004). O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. *Revista Contabilidade & Finanças*, 15(36), 74-86. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772004000300004>
- Hayashi, F. (1982). Tobin's marginal q and average q: A neoclassical interpretation. *Econometrica*, 50(1), 213-224. <https://doi.org/10.2307/1912538>
- Healy, P. M. (1985). The effect of bonus schemes on accounting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(85\)90029-1](https://doi.org/10.1016/0165-4101(85)90029-1)
- Holthausen, R. R., & Watts, R. (2001). The Relevance of the Value-Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 3-75. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00029-5](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00029-5)
- Hong, G., & Sarkar, S. (2007). Equity systematic risk (beta) and its determinants. *Contemporary Accounting Research*, 24(2), 423-466. <https://doi.org/10.1506/8187-56KM-6511-Q532>
- Hou, K., Xue, C., & Zhang, L. (2015). Digesting anomalies: An investment approach. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 650-705. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu143>

- Hribar, P., & Jenkins, N. T. (2004). The effect of accounting restatements on earnings revisions and the estimated cost of capital. *Review of Accounting Studies*, 9(2-3), 337-356. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.488003>
- Hughes, J. S., Liu, J., & Liu, J. (2007). Information asymmetry, diversification, and cost of capital. *The Accounting Review*, 82(3), 705-729. <https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.3.705>
- International Accounting Standards Board. (2018). *Conceptual framework for financial reporting*. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/conceptual-framework/>
- Jones, J. J. (1991). Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193-228. <https://doi.org/10.2307/2491047>
- Jose, M. L., & Stevens, J. L. (1987). Product market structure, capital intensity, and systematic risk: empirical results from the theory of the firm. *Journal of Financial Research*, 10(2), 161-175. <https://doi.org/10.1111/j.1475-6803.1987.tb00488.x>
- Kanodia, C., Singh, R., & Spero, A. E. (2005). Imprecision in accounting measurement: Can it be value enhancing? *Journal of Accounting Research*, 43(3), 487-519. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00178.x>
- Kothari, S. P., Laguerre, T. E., & Leone, A. J. (2002). Capitalization versus expensing: Evidence on the uncertainty of future earnings from capital expenditures versus R&D outlays. *Review of Accounting Studies*, 7(4), 355-382. <https://doi.org/10.1023/A:1020764227390>
- Koussis, N., & Makrominas, M. (2015). Growth options, option exercise and firms' systematic risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 44, 243-267. <https://doi.org/10.1007/s11156-013-0405-5>
- Lambert, R., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2007). Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x>
- Lev, B. (1974). On the association between operating leverage and risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 9(4), 627-641. <https://doi.org/10.2307/2329764>
- Li, X., & Wibbens, P. D. (2023). Broken Effects? How to Reduce False Positives in Panel Regressions. *Strategy Science*, 8(1), 103-116. <https://doi.org/10.1287/stsc.2022.0172>
- Lintner, J. (1965). Security prices, risk, and maximal gains from diversification. *The Journal of Finance*, 20(4), 587-615. <https://doi.org/10.2307/2977249>
- Ma, M. (2017). Economic links and the spillover effect of earnings quality on market risk. *The Accounting Review*, 92(6), 213-245. <https://doi.org/10.2308/accr-51715>
- Mohanram, P. S. (2005). Separating winners from losers among lowbook-to-market stocks using financial statement analysis. *Review of Accounting Studies*, 10, 133-170. <https://doi.org/10.1007/s11142-005-1526-4>
- Mossin, J. (1966). Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, 34(4), 768-783. <https://doi.org/10.2307/1910098>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Patton, A. J., & Verardo, M. (2012). Does beta move with news? Firm-specific information flows and learning about profitability. *The Review of Financial Studies*, 25(9), 2789-2839. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhs073>
- Piotroski, J. D. (2000). Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(suplemento), 1-41. <https://doi.org/10.2307/2672906>
- Sarmiento-Sabogal, J., & Sadeghi, M. (2015). Estimating the cost of equity for private firms using accounting fundamentals. *Applied Economics*, 47(3), 288-301. <https://doi.org/10.1080/00036846.2014.969826>

- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425-442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>
- Soliman, M. T. (2008). The use of DuPont analysis by market participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823-853. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.3.823>
- Subrahmanyam, M. G., & Thomadakis, S. B. (1980). Systematic Risk and the Theory of the Firm. *The Quarterly Journal of Economics*, 94(3), 437-451. <https://doi.org/10.2307/1884578>
- Tobin, J. (1969). A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), 15-29. <https://doi.org/10.2307/1991374>
- Xing, Y. (2008). Interpreting the value effect through the Q-theory: An empirical investigation. *The Review of Financial Studies*, 21(4), 1767-1795. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm051>
- Xing, X., & Yan, S. (2019). Accounting information quality and systematic risk. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 52, 85-103. <https://doi.org/10.1007/s11156-018-0703-z>
- Wiyono, E. R., & Mardijuwono, A. W. (2020). Leverage, Profitability, Firm Size, Exchange Rate, and Systematic Risk: Evidence from the Manufacturing Industry in Indonesia. *Cuadernos de Economía*, 43(122), 105- 242. <https://cude.es/submit-a-manuscript/index.php/CUDE/article/view/28>
- Wooldridge, J. M. (2010). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT press.
- Wu, J., Zhang, L., & Zhang, X. F. (2010). The q-theory approach to understanding the accrual anomaly. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 177-223. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2009.00353.x>

Reflexos das Reapresentações de Demonstrações Financeiras de Empresas Brasileiras Listadas nos Contratos de Auditoria e na Remuneração dos Auditores

Carolini Verdán Brandão

<https://orcid.org/0000-0002-6745-8564>

Vagner Antônio Marques

<https://orcid.org/0000-0001-7210-4552>

Laíse Mascarenhas Ballarini

<https://orcid.org/0000-0002-3514-9281>

Patrícia Pain

<https://orcid.org/0000-0002-0660-226X>

Resumo

Objetivo: o objetivo foi analisar se empresas que reapresentaram as Demonstrações Financeiras (DFs) sofreram alterações nos honorários e/ou mudança da firma de auditoria no ano subsequente ao evento.

Método: foram analisados dados de 323 empresas não financeiras listadas na B3, totalizando 2.712 observações (empresas/ano) entre 2010 e 2020. Os dados foram obtidos nos sites da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da ComDinheiro e no repositório de dados de Perlin (2020). Utilizamos estatística descritiva, testes de diferença entre médias e regressão com dados em painel para a análise.

Resultados: empresas que reapresentaram suas demonstrações financeiras pagaram honorários de auditoria mais elevados no ano subsequente e tiveram maior chance de troca de firma de auditoria.

Contribuições: este estudo é relevante para auditores, membros de comitês de auditoria e governança, e fornecem evidências para embasar decisões sobre contratação e rescisão de auditorias independentes. Indica que o aumento nos honorários pode ser uma compensação pelo risco percebido, e a troca de firma de auditoria pode servir como uma forma de punição ou proteção da reputação organizacional diante das reapresentações.

Palavras-chave: reapresentação das demonstrações financeiras; Honorários de auditoria; Mudança de auditor.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 23/03/2023. Pedido de revisão em 27/07/2023. Rodada 2: Resubmetido em 5/09/2023. Pedido de revisão em 19/12/2023. Rodada 3: Resubmetido em 19/12/2023. Aceito em 19/12/2023 por Renato Henrique Gurgel, Doutor (Editor assistente) e por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor).. Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

O propósito primordial das informações financeiras é mitigar assimetrias informacionais e permitir decisões tempestivas e assertivas (Qasem *et al.*, 2020). Nesse sentido, os auditores desempenham um papel crucial, uma vez que asseguram a qualidade e integridade das informações divulgadas (Reid *et al.*, 2019). Entre as diversas *proxies* de qualidade das informações financeiras, a reapresentação das DFs se destaca como uma das principais, conforme ressaltado por Velte (2022).

A reapresentação das demonstrações financeiras consiste na disseminação de informações contábeis previamente divulgadas. Albring *et al.* (2013) alertam que as correções realizadas durante esse processo podem prejudicar o crescimento da empresa, gerando incertezas que afetam relações contratuais e dificultam a captação de recursos externos. Hennes *et al.* (2014) complementam indicando que os custos associados, como aumento no custo de capital, violações de cláusulas de dívida e litígios de acionistas, podem atingir valores expressivos.

A discussão sobre as perdas resultantes da reapresentação está intrinsecamente ligada à confiança do mercado. Utilizadores da informação, ao basear decisões e projeções futuras nas demonstrações financeiras, interpretam correções como sinais de controles internos deficientes e problemas financeiros, e podem, em última instância, levar à descontinuidade da entidade (Gertsen *et al.*, 2006).

Nesse contexto, quando há necessidade de reapresentação de DFs, pode-se inferir que questões importantes possam ter sido negligenciadas, o que leva à demissão de auditores internos, membros do comitê de auditoria e auditores externos (Hennes *et al.*, 2014). Segundo os autores, a iniciativa de demissão por parte da empresa pode ser uma estratégia para resguardar sua reputação, uma vez que a mudança da firma de auditoria funcionaria como uma forma de punição, com o objetivo de mitigar reações negativas do mercado.

A literatura internacional indica que as reapresentações aumentam o risco de reputação e litígio para a empresa auditada e sua firma de auditoria, e leva o mercado a questionar a capacidade de detecção de erros (Bankley *et al.*, 2012; Liu *et al.*, 2009). Isso pode resultar na cobrança de honorários mais elevados como compensação pelo risco percebido (Feldmann *et al.*, 2009).

No contexto brasileiro, a discussão sobre reapresentação das demonstrações financeiras tem abordado várias perspectivas, o que inclui rodízio da firma de auditoria, gerenciamento de resultados (Martinez & Reis, 2010), impacto na cotação das ações (Netto & Pereira, 2011), associação entre características das empresas e reapresentação das DFs (Marques *et al.*, 2016), relação entre reapresentação e práticas de gerenciamento de resultados (Cunha *et al.*, 2017), honorários de auditoria e agressividade tributária (Ávila *et al.*, 2018), efeito Big Four na opinião do auditor (Marques *et al.*, 2018), impacto da troca de auditores nos honorários de auditoria (Dantas & Ramos, 2019), e influência do risco de litígio do auditor nos honorários de auditoria e não auditoria (Giordani *et al.*, 2020).

Entretanto, no contexto nacional, não foram identificados estudos anteriores que explorassem a relação entre a reapresentação das demonstrações financeiras, os honorários de auditoria e a troca do auditor, o que indica uma escassez nessa análise (Marques *et al.*, 2017). Dessa forma, este estudo visa ampliar as evidências sobre as implicações das reapresentações das DFs nos honorários de auditoria e na mudança da firma de auditoria, e examinar a significância dessas associações em mercados emergentes como o brasileiro. Nesse contexto, Velte (2022) destaca que a literatura existente sobre reapresentação das DFs, honorários e mudança subsequente do auditor ainda é inconclusiva, e demanda uma investigação mais aprofundada das evidências.

Diante disso, e a fim de preencher essa lacuna, o presente estudo tem o seguinte problema: **Qual a associação entre a reapresentação das demonstrações financeiras, os honorários de auditoria e a mudança do auditor de empresas listadas na B3?** O objetivo foi analisar se empresas que reapresentaram as DFs sofreram alterações nos honorários e/ou mudança da firma de auditoria no ano subsequente ao evento. Os dados, referentes a 323 empresas não financeiras (2.712 observações firmas/ano) listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3), no período de 2010 a 2020, foram analisados por meio da estatística descritiva, de teste de diferença entre as médias, e da regressão com dados em painel.

Este estudo destaca-se pela análise das implicações potenciais das reapresentações das DFs nos honorários do auditor e na mudança da firma de auditoria no contexto brasileiro, e fornece evidências empíricas que contribuem para a competitividade no mercado de auditoria. Sua contribuição é significativa para firmas e comitês de auditoria e apresenta fatores relevantes que influenciam os honorários do auditor, bem como a manutenção e a prospecção de contratos. Adicionalmente, beneficia as empresas auditadas ao proporcionar compreensão sobre o processo de precificação dos honorários e os custos de reputação cliente/auditor, auxiliando nas negociações.

O estudo também oferece perspectivas para investidores e outros usuários externos das DFs, considerando que as reapresentações sinalizam baixa qualidade da informação contábil (Velte, 2022; Zhizhong *et al.*, 2011). Esse entendimento melhora a tomada de decisões, uma vez que as DFs são fontes cruciais para avaliar o desempenho atual e o potencial da empresa (Chang *et al.*, 2016; Dantas *et al.*, 2011). Além disso, os resultados contribuem para a comunidade acadêmica, uma vez que ampliam as evidências sobre as implicações das reapresentações nos honorários e na mudança da firma de auditoria, aspectos ainda pouco explorados no contexto brasileiro e que demandam investigação mais aprofundada (Velte, 2022).

2. Revisão da Literatura e Desenvolvimento das Hipóteses

2.1 Relevância e qualidade da informação contábil: por que a reapresentação importa?

Em ambientes corporativos, a assimetria informacional entre gestores e usuários externos é comum, e exige o uso de incentivos e monitoramento para mitigar problemas de agência (Jensen & Meckling, 1976). Gestores, como “maximizadores”, podem ser incentivados a adotar práticas de manipulação de informações financeiras, o que leva à possibilidade de reapresentações das demonstrações financeiras (Flanagan *et al.*, 2008). Essas reapresentações estão associadas a diversos riscos, como desvalorização da empresa, aumento dos custos de capital e danos à reputação dos gestores e da empresa de auditoria, de modo a afetar a credibilidade perante os investidores (Hennes *et al.*, 2014; Salehi *et al.*, 2017).

A qualidade das informações financeiras é comprometida quando as demonstrações financeiras são reapresentadas, o que indica que o objetivo inicial de fornecer informações confiáveis para a tomada de decisões não foi alcançado (Salehi *et al.*, 2017). No contexto nacional, a propensão à reapresentação pode estar associada a características específicas, como o tamanho da empresa, o crescimento dos ativos, a adoção das normas internacionais de contabilidade IFRS e a auditoria por uma das quatro maiores firmas de auditoria (Big4) (Marques *et al.*, 2017).

Pesquisas recentes sugerem que empresas que realizam reapresentações enfrentam consequências como, por exemplo, demissão de auditores, pagamento de honorários de auditoria anormalmente elevados, rotatividade anormal de gestores e desempenho inferior em comparação com empresas similares (Hennes *et al.*, 2014; Salehi *et al.*, 2017; Li *et al.*, 2018; Moon *et al.*, 2019). As implicações dessas reapresentações nos contratos de auditoria ainda carecem de um aprofundamento mais significativo na literatura, dada a controvérsia e a necessidade de mais evidências (Velte, 2022).

2.2 Qualidade da auditoria e remuneração do auditor

O papel fundamental do auditor é garantir, de forma independente, a conformidade das demonstrações contábeis (Hennes *et al.*, 2014). Salehi *et al.* (2017) enfatizam que a auditoria desempenha um papel crucial no controle do comportamento dos agentes, sendo seus honorários um fator determinante para seu funcionamento eficaz. A manutenção de um controle robusto reduz as chances de ocorrência de erros, visto que possibilita a identificação de inadequações antes da divulgação dos relatórios, evitando assim a necessidade de reapresentações.

Nessa perspectiva, o honorário de auditoria está intrinsecamente ligado ao grau de risco percebido pelos auditores em relação ao seu objetivo. Feldmann *et al.* (2009) indicam que auditores podem caracterizar uma empresa que reapresentou demonstrações em períodos anteriores como um cliente de alto risco, o que representa uma ameaça à sua reputação. Contudo, Blankley *et al.* (2012) argumentam que a reapresentação pode indicar avaliação inadequada do risco de auditoria e baixo esforço na auditoria das demonstrações reapresentadas posteriormente.

Estudos anteriores destacam uma associação positiva entre reapresentações e honorários pagos. Kinney *et al.* (2004) observaram essa associação, principalmente em clientes menores, e sugeriram maior esforço de auditoria e maior risco. No entanto, Blankley *et al.* (2012) encontraram uma associação negativa, o que indica a possibilidade de pressão para tornar o trabalho mais lucrativo, e resulta em baixos honorários e em confiança excessiva nos controles internos, com possível influência da omissão da variável de controle interno.

Bédard e Johnstone (2004) forneceram evidências de que deficiências nos controles internos aumentam o esforço do auditor. O aumento do risco inerente e do risco de controle demanda mais horas, esforço e pessoal do auditor, refletindo em custos repassados aos clientes por meio do aumento dos honorários (Chen *et al.*, 2019).

No contexto brasileiro, fatores como honorários de auditoria, tamanho da empresa auditada, número de subsidiárias, existência do comitê de auditoria e se a empresa de auditoria é Big4 influenciam nos honorários pagos (Brighenti *et al.*, 2016). Castro *et al.* (2015) destacam a influência positiva de variáveis relacionadas ao porte e à complexidade do cliente no aumento dos honorários. Além disso, identificam diferenças na influência da percepção de risco dos auditores sobre os honorários em pequenas e grandes empresas, e sugerem que auditores tendem a cobrar menos de clientes com maior alavancagem e risco, indicando que empresas em dificuldades financeiras podem pressionar por custos mais baixos de auditoria.

Tendo em vista que as reapresentações são indicativas de risco (Feldmann *et al.*, 2009) e que diante de riscos elevados de litígio os auditores são incentivados a realizar um trabalho mais especializado (Giordani *et al.*, 2020), procedeu-se à análise da primeira hipótese de pesquisa.

H₁: A reapresentação das demonstrações financeiras está positivamente associada à remuneração subsequente do auditor

Com o objetivo de aprofundar a discussão sobre a precificação dos honorários após reapresentações, investiga-se o comportamento da variável quando a DF é reapresentada e há mudança da auditoria independente. Espera-se que, por um lado, a nova firma de auditoria cobre honorários maiores devido aos riscos de reputação e litígio associado à reapresentação (Feldmann *et al.*, 2009; Hennes *et al.*, 2014). Por outro lado, a competitividade do mercado pode levá-la a cobrar honorários mais baixos, mesmo para clientes de alto risco, na tentativa de conquistá-los inicialmente (Castro *et al.*, 2015). Portanto, é crucial examinar como a interação dessas variáveis (reapresentação e troca de auditoria) afeta a precificação dos honorários do auditor.

2.3 Qualidade da auditoria e mudança do auditor

A auditoria, embora fortaleça a credibilidade das informações contábeis, é frequentemente responsabilizada em casos de rerepresentações de demonstrações financeiras (DFs), levantando questionamentos sobre a capacidade do auditor de monitorar o processo de divulgação das informações financeiras, especialmente quando distorções não foram previamente identificadas (Hennes *et al.*, 2014; Liu *et al.*, 2009). Nesse contexto, as rerepresentações tornam-se indicativas da qualidade tanto das informações contábeis quanto da auditoria (Chen *et al.*, 2019; Dechow & Schrand, 2010).

Diante dos custos substanciais associados às empresas que realizam rerepresentações de DFs, especialmente devido à perda de confiança do mercado (Gertsen *et al.*, 2006), algumas empresas optam por mudar de firma de auditoria como medida corretiva para recuperar credibilidade e reputação. Essa ação, teoricamente, transfere a responsabilidade para a auditoria. Em casos de rerepresentações devido a fraudes, as empresas enfrentam consequências mais severas, incluindo a relutância de auditores subsequentes em assumir seus clientes, mesmo sem risco de litígio em relação às informações certificadas pela auditoria anterior (Mande & Son, 2013; Thompson & McCoy, 2008; Ma *et al.*, 2015).

Hennes *et al.* (2014) observam que a gravidade da correção tem um impacto maior quando a auditoria não é realizada por uma das Big4. Associado ao tamanho e à complexidade operacional, ter uma auditoria de uma das quatro maiores firmas reduz a chance de mudança do auditor, possivelmente devido aos custos elevados e à escassez de opções de substituição. No entanto, as rerepresentações significam um risco tanto para a empresa auditada quanto para o auditor, que pode enfrentar a perda de participação no mercado devido à potencial demissão após o evento (Swanquist & Whited, 2015). Com base nas evidências da literatura sobre os custos subsequentes de rerepresentações para as empresas e o papel da auditoria independente, sugere-se que a demissão dos auditores seja uma medida punitiva para mitigar o impacto negativo da rerepresentação e preservar a reputação organizacional (Hennes *et al.*, 2014). Dessa forma, buscou-se analisar a segunda hipótese de pesquisa.

H₂: A rerepresentação das demonstrações financeiras está positivamente associada à mudança subsequente do auditor.

Embora seja esperado que ocorra a troca após o evento de rerepresentação, as empresas podem ponderar o custo de reputação em relação ao custo de substituição e decidir manter o contrato com a auditoria independente (Mande & Son, 2013). Além disso, Rocha *et al.* (2016) destacam que a contratação de serviços não específicos de auditoria fortalece os laços entre o auditor e o cliente, e pode impactar negativamente a decisão de troca. Portanto, enfatiza-se a importância de analisar a interação dessas variáveis (rerepresentação e honorários de auditoria) para verificar se empresas que investem mais em honorários possuem uma chance menor de trocar de firma de auditoria após uma rerepresentação, em comparação com empresas que gastam menos.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Amostra, coleta e técnicas de análise dos dados

A amostra compreendeu 323 empresas não financeiras listadas na B3, que realizaram pelo menos uma rerepresentação de relatório financeiro anual de 2010 a 2020, motivada por razões quantitativas ou pela combinação de motivos quantitativos e qualitativos relacionados às demonstrações financeiras.

As categorias de motivos para reapresentação foram definidas conforme Marques *et al.* (2016). Reapresentações por motivos quantitativos envolveram alterações numéricas nas demonstrações contábeis, notas explicativas, juros sobre capital próprio, dividendos, unidade de medida, quantidade de ações e/ou proposta de orçamentos de capital. Já reapresentações por motivos qualitativos incluíram mudanças textuais em demonstrações contábeis, notas explicativas, pareceres dos auditores, relatórios de administração, atualização/correção de dados cadastrais, apresentação de novo canal de divulgação, alteração de divulgação ao mercado, entrega de demonstrações financeiras padronizadas de exercícios anteriores e/ou reenvio devido a erros no processo de envio.

Os dados de reapresentações e opiniões do auditor foram obtidos no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), enquanto as informações sobre honorários de auditoria foram retiradas dos Formulários de Referência. As demais variáveis foram adquiridas no site da ComDinheiro e no repositório de dados de Perlin (2020). Os dados foram winsorizados entre 1% e 99% para tratar *outliers* e analisados por estatística descritiva, teste de diferenças entre médias e regressão com dados em painel.

Inicialmente, a amostra continha 3.511 observações, sendo excluídas aquelas com dados ausentes no Formulário de Referência da CVM e reapresentações por motivos qualitativos ou não identificados, resultando em 2.712 observações como amostra final.

Para analisar as hipóteses 1 e 2, utilizaram-se técnicas de análise de regressão com dados em painel por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e regressão Logística (Logit), respectivamente. Os testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman foram empregados para escolher o tipo de painel (Pooled, efeitos fixos ou efeitos aleatórios). Visando mitigar possíveis problemas, a regressão foi estimada com erros padrão robustos.

Adicionalmente, para a hipótese 2 (H_2), uma regressão Logit foi estimada, interpretando a Razão de Chances (ODD Ratios) para analisar a chance de empresas que passaram por reapresentação de DF trocarem de auditor independente no ano subsequente em comparação com aquelas que não passaram por reapresentações.

3.2 Modelos e variáveis

Para a análise da hipótese de que existe associação entre a reapresentação das DFs e a remuneração subsequente do auditor (H_1) foram utilizados os modelos (1 e 2), com controle para setor e ano, adaptado dos trabalhos de Blankley *et al.* (2012), Cahan e Sun (2015), Castro *et al.* (2015), Chen *et al.* (2019), Dantas e Ramos (2019), Feldmann *et al.* (2009), Marques *et al.* (2017), Marques *et al.* (2016) e Salehi *et al.* (2017).

$$HonAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + D_2 MudAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.1)$$

$$HonTotal_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + D_2 MudAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1.2)$$

$$HonAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + D_2 MudAud_{it+1} + D_3 Reapr_{it} * MudAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.1)$$

$$HonTotal_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + D_2 MudAud_{it+1} + D_3 Reapr_{it} * MudAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2.2)$$

A variável explicada neste estudo é o honorário de auditoria pago no ano seguinte à reapresentação da DF. A operacionalização, conforme Blankley *et al.* (2012), Chen *et al.* (2019) e Salehi *et al.* (2017), envolveu o cálculo do logaritmo dos valores pagos, deflacionados pelo índice de inflação anual para reduzir a variabilidade devido ao efeito inflacionário. A variável dependente foi operacionalizada de duas maneiras: (i) total de honorários específicos de serviços de auditoria ($HonAud_{it+1}$); e (ii) total dos honorários pagos à empresa de auditoria, incluindo serviços de consultoria/assessoria e outros não relacionados à auditoria ($HonTotal_{it+1}$).

A variável explicativa de interesse nos modelos (1 e 2) é uma *dummy* ($Reapr_{it}$), assumindo valor 1 quando a empresa reapresentou DF por motivo quantitativo, relacionada às DFs, e 0 quando não ocorreu o evento, conforme Chen *et al.* (2019), Feldman *et al.* (2009) e Marques *et al.* (2016).

Na análise da Hipótese 2, que busca verificar a associação entre a reapresentação das DFs e a mudança subsequente do auditor, os modelos (3 e 4) foram empregados. A variável dependente foi a Mudança do Auditor no ano subsequente, conforme estudos de Hennes *et al.* (2014), Ma *et al.* (2015) e Mande e Son (2013).

$$MudAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + \beta_1 HonAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.1)$$

$$MudAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + \beta_1 HonTotal_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3.2)$$

$$MudAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + \beta_1 HonAud_{it+1} + \beta_2 Reapr_{it} * HonAud_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.1)$$

$$MudAud_{it+1} = \beta_0 + D_1 Reapr_{it} + \beta_1 HonTotal_{it+1} + \beta_2 Reapr_{it} * HonTotal_{it+1} + \sum_{k=1}^{16} \beta_k Controles_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4.2)$$

Nos modelos (3 e 4), a variável explicativa foi a *dummy* $MudAud_{(it+1)}$ indicando se a empresa trocou de auditor no ano subsequente à reapresentação da demonstração contábil por motivo quantitativo relacionado às DFs (Hennes *et al.*, 2014; Ma *et al.*, 2015; Mande & Son, 2013).

A Resolução CVM nº 23, de 25 de fevereiro de 2021, prevê que a extensão máxima permitida para serviços de auditoria a um mesmo cliente é de cinco anos consecutivos, podendo ser estendida para até 10 anos com a presença de um Comitê de Auditoria Estatutário. Para focar em mudanças voluntárias, excluíram-se observações relacionadas ao rodízio, conforme a norma.

Similarmente aos modelos (1 e 2), a variável explicativa de interesse foi a *dummy*, indicando se a empresa reapresentou a demonstração contábil por motivo quantitativo relacionado às DFs (Chen *et al.*, 2019; Hennes *et al.*, 2014; Marques *et al.*, 2016).

Variáveis de controle, reconhecidas na literatura por sua associação com honorários de auditoria (H_1), e mudança do auditor (H_2), foram utilizadas para mitigar problemas de endogeneidade e omissão de variáveis (Blankley *et al.*, 2012; Castro *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2019; Dantas & Ramos, 2019; Feldmann *et al.*, 2009; Hennes *et al.*, 2014; Ma *et al.*, 2015; Mande & Son, 2013; Marques *et al.*, 2017; Marques *et al.*, 2016; Rocha *et al.*, 2016; Salehi *et al.*, 2017). Essas variáveis incluem:

- Tamanho das empresas: associados a maiores honorários e menor chance de mudança do auditor (Chen *et al.*, 2019; Hennes *et al.*, 2014).
- Liquidez: indica a capacidade de pagamento da empresa auditada, foi vinculada a menor risco para o auditor e refletiu em menor chance de troca (Castro *et al.*, 2015; Hennes *et al.*, 2014).
- Volatilidade do ROE: considerada indicadora de risco para o auditor, associa-se positivamente aos honorários e à mudança do auditor, devido à necessidade de auditorias mais especializadas (Qasem *et al.*, 2020).
- Endividamento, prejuízos e crescimento nas vendas: empresas alavancadas, com prejuízos e crescimento nas vendas, foram identificadas como mais propensas a trocar de auditor, associando-se a maiores honorários (Jaggi & Lee, 2002; Mande & Son, 2013; Rocha *et al.*, 2016).
- Opinião modificada e escolha de auditores Big4: associadas a maiores honorários e a menor chance de troca (Jaramillo *et al.*, 2012; Rocha *et al.*, 2016; Hennes *et al.*, 2014).
- Comitês de auditoria: associados a honorários mais altos, mas também atuam como mecanismos anti-troca, e reduzem a possibilidade de mudança do auditor (Abbott *et al.*, 2003; Waresul & Moizer, 1996; Carcello & Neal, 2003).

As variáveis econômicas, como estágio do ciclo de vida, segmento de governança corporativa, setor econômico e ano, foram utilizadas para capturar aspectos econômicos. A Tabela 1 lista as variáveis de controle, suas operacionalizações e estudos anteriores que sustentam as relações esperadas com as variáveis explicadas nos modelos (1), (2), (3) e (4).

Tabela 1

Operacionalização das variáveis de controle

Sigla	Descrição	Operacionalização	Sinais esperados		Trabalhos anteriores
			HonAudi _{it+1}	MudAud _{it+1}	
Tam _{it}	Tamanho	Logaritmo natural do	(+)	(-)	Chen <i>et al.</i> (2019), Hennes <i>et al.</i> (2014), Rocha <i>et al.</i> (2016)
LC _{it}	Liquidez corrente	$\frac{AC_{it}}{PC_{it}}$	(-)	(-)	Castro <i>et al.</i> (2015), Chen <i>et al.</i> (2019), Salehi <i>et al.</i> (2017)
CR _{it}	Proporção de Contas a Receber e Estoque	$\frac{CR_{it} + Est_{it}}{AT_{it}}$	(+)	(+)	Blankley <i>et al.</i> (2012), Chen <i>et al.</i> (2019), Landsman <i>et al.</i> (2009), Salehi <i>et al.</i> (2017)
$\sigma(ROE)_{it}$	Coefficiente de variação do Retorno sobre o PL	$\frac{\sigma(ROE_{it})}{\mu(ROE_{it})}$	(+)	(+)	Salehi <i>et al.</i> (2017)
Endiv _{it}	Endividamento	$\frac{EmprFinC_{it} + EmprFinNC_{it}}{AT_{it}}$	(+)	(+)	Castro <i>et al.</i> (2015), Chen <i>et al.</i> (2019), Mande e Son (2013)
Cresc _{it}	Crescimento das Vendas	$\frac{RL_{it} - RL_{it-1}}{RL_{it-1}}$	(+)	(+)	Cahan e Sun (2015); Rocha <i>et al.</i> (2016)
Prej _{it}	Prejuízo acumulado	Dummy que assume valor 1 se a empresa apresenta prejuízo acumulado no período, 0 caso contrário.	(+)	(+)	Blankley <i>et al.</i> (2012); Brighenti <i>et al.</i> (2016), Mande e Son (2013)
Opin _{it}	Opinião do Auditor	Dummy que assume valor 1 para opinião modificada, 0 caso contrário.	(+)	(+)	Brighenti <i>et al.</i> (2016) Mande e Son (2013), Rocha <i>et al.</i> (2016), Salehi <i>et al.</i> (2017)
Auditor _{it}	Não BigFour	Dummy que assume valor 1 se a empresa não for auditada por um Big4 (DTT, EY, PwC ou KPMG) e 0 se for auditada por uma das Big4.	(-)	(+)	Castro <i>et al.</i> (2015), Chen <i>et al.</i> (2019), Hennes <i>et al.</i> (2014)
CAUD _{it}	Comitê de Auditoria	Dummy que assume valor 1 para existência do comitê de auditoria, 0 para a não existência.	(+)	(-)	Carcello e Neal (2003), Rocha <i>et al.</i> (2016)
ECV _{it}	Estágio do Ciclo de Vida	Dummy que assume valor 1 para o iésimo estágio no ano t, 0 para os demais.	(+/-)	(+/-)	Dickinson (2011)
SEGM _{it}	Segmento Econômico	Dummy que assume valor 1 para o iésimo segmento no ano t, 0 para os demais.	(+)	(-)	Bortolon <i>et al.</i> (2013), Dantas e Ramos (2019), Marques <i>et al.</i> (2017)
Setor _{it}	Setor Econômico	Dummy que assume valor 1 para o iésimo setor no ano t, 0 para os demais.	(+/-)	(+/-)	Reid <i>et al.</i> (2019)
Ano _{it}	Ano	Dummy que assume valor 1 para ano t, 0 para os demais.	(+/-)	(+/-)	Marques <i>et al.</i> (2017)

Nota: AT_{it} – Ativo Total; AC_{it} – Ativo Circulante; PC_{it} – Passivo Circulante; CR_{it} – Contas a Receber; Est_{it} – Estoque; EmprFinC_{it} – Empréstimo e Financiamento Circulante; EmprFinNC_{it} – Empréstimo e Financiamento Não Circulante; RL_{it} – Receita líquida do da firma/ano; RL_{it-1} – Receita líquida da firma no ano anterior; DTT: empresas auditadas por Deloitte; EY: empresas auditadas por Ernst Young; KPMG: empresas auditadas por KPMG; PWC: empresas auditadas por PriceWaterHouseCoopers.

4. Análise de dados e resultados

4.1 Análise descritiva das variáveis quantitativas

Conforme se verifica na estatística descritiva (Tabela 2), com base no *Teste t* para diferenças entre as médias dos grupos de reapresentação e não reapresentação das DFs, aproximadamente 16,85% do total de observações da amostra foi composto por dados de empresas que reapresentaram DFs no período analisado.

Tabela 2

Estatística descritiva das variáveis quantitativas e qualitativas utilizadas nos modelos

	N	Não Reapresentou N = 2.255 ¹	Reapresentou N = 457 ¹	p-valor
$HonAud_{it+1}$	2.393	12,73 (1,41)	12,95 (1,42)	0,00**
$HonTotal_{it+1}$	2.393	12,80 (1,45)	13,03 (1,46)	0,00**
Tam_{it}	2.712	21,17 (1,97)	21,52 (1,93)	0,00***
LC_{it}	2.705	2,03 (3,16)	1,86 (2,75)	0,30
$Endiv_{it}$	2.712	0,35 (0,35)	0,32 (0,29)	0,08.
$\sigma ROE_{(i,t)}$	1.849	51,29 (45,92)	50,45 (44,57)	0,80
CR_{it}	2.712	0,24 (0,22)	0,23 (0,21)	0,70
$Cresc_{it}$	2.306	0,09 (0,39)	0,23 (0,50)	0,00***
$MudAud_{it+1}$	2.321			0,14
Nao Trocou		1.453 (75%)	276 (72%)	
Trocou		482 (25%)	110 (28%)	
$Auditor_{it}$	2.653			0,00***
NBIG4		669 (30%)	107 (24%)	
DTT		354 (16%)	76 (17%)	
KPMG		438 (20%)	81 (18%)	
PWC		327 (15%)	83 (18%)	
EY		414 (19%)	104 (23%)	
$Prej_{it}$	2.712			0,07.
Não		1.481(66%)	320(70%)	
Sim		774 (34%)	137 (30%)	
$Opin_{it}$	2.708			0,60
Não		2.093 (93%)	422 (92%)	
Sim		158 (7,0%)	35 (7,7%)	
$CAUD_{it}$	2.712			0,20
Não		1.842 (82%)	361 (79%)	
Sim		413 (18%)	96 (21%)	
$SEGM_{it}$	2.623			0,00**
Cresc		513 (23%)	138 (32%)	
Decl		142 (6.5%)	18 (4.1%)	
Intro		252 (12%)	58 (13%)	
Matur		1.078 (49%)	182 (42%)	
Turb		202 (9,2%)	40 (9.2%)	
$SEGM_{it}$	2.712			0,01**

	N	Não Reapresentou N = 2.255 ¹	Reapresentou N = 457 ¹	p-valor
TRAD		1,300 (58%)	227 (50%)	
N1		137 (6,1%)	39 (8,5%)	
N2		89 (3,9%)	21 (4,6%)	
NM		729 (32%)	170 (37%)	

Notas: ¹Média (Desvio-padrão); n (%). ²Teste T para as variáveis quantitativas. Teste Kruskal-Wallis para as qualitativas *** p < 0.001; ** p < 0.01; * p < 0.05; . p < 0.10. *HonAud_{it,t+1}*: Logaritmo dos valores pagos, deflacionados pelo índice de inflação observado no ano t+1; *HonTotal_{it,t+1}*: Logaritmo dos valores pagos, deflacionados pelo índice de inflação observado no ano t+1; *Tam_{it}*: Tamanho da firma/ano; *LCit*: Liquidez Corrente da firma/ano; *Endiv_{it}*: Alavancagem da firma/ano; *σROE_{it}*: Volatilidade do Retorno sobre o Patrimônio Líquido da firma/ano; *CR_{it}*: Proporção de Contas a Receber e Estoque da firma/ano; *Cresc_{it}*: Variação das vendas líquidas da firma/ano. *MudAud_{it,t+1}*: *Dummy* que assume valor 1 para quando existe troca da firma de auditoria no ano subsequente, e 0 quando não; *Auditor_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 se a empresa não for auditada por um *Big4* (DTT, EY, PwC ou KPMG) e 0 se for auditada por uma das *Big4* no ano t; *NBIG4*: Empresas não auditadas por uma *Big4* no ano t. *Prej_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 quando a empresa apurou prejuízo/ano, e 0 quando não apurou. *Opin_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 quando a empresa recebe uma opinião modificada, e 0 quando não recebe; *CAUD_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 quando a empresa possui comitê de auditoria, e 0 quando não o possui; *ECV_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 para o iésimo estágio no ano t, 0 para os demais (Crescimento, Declínio, Introdução, Maturidade e Turbulência); *SEGM_{it}*: *Dummy* que assume valor 1 se a empresa for do Nível 1 (N1), 2 se do Nível 2 (N2), 3 se Novo Mercado (NM) e 0 se do Tradicional.

Observou-se que empresas que realizaram reapresentações de DFs apresentaram honorários de auditoria significativamente superior em comparação com aquelas sem reapresentações, o que corrobora estudos anteriores (Chen *et al.*, 2019; Feldmann *et al.*, 2009). Essa relação é atribuída à indicação de baixa qualidade das informações contábeis e aos controles internos ineficazes associados às reapresentações (Gertsen *et al.*, 2006). Auditores, percebendo essas empresas como de maior risco, justificam a cobrança de honorários mais elevados para compensar os riscos de litígio e reputação (Chen *et al.*, 2019; Feldmann *et al.*, 2009).

Quanto às variáveis de controle, tamanho da empresa (*TAM_{it}*) e crescimento das vendas (*Cresc_{it}*) estão estatisticamente associados às reapresentações, alinhando-se a estudos anteriores (Cunha *et al.*, 2017; Huang & Nardi, 2020; Landsman *et al.*, 2009; Marques *et al.*, 2017; Soares *et al.*, 2018; Stice, 1991). Empresas maiores, devido à complexidade operacional, têm maior chance de erros nos relatórios financeiros, o que justifica a necessidade de reapresentações (Marques *et al.*, 2016). Empresas em crescimento enfrentam desafios no gerenciamento, associados a um maior risco de auditoria e, conseqüentemente, a honorários mais elevados (Stice, 1991).

No contexto da firma de auditoria, apesar das diferenças estatisticamente significativas entre os grupos, a maioria das empresas é auditada pelas Big4, o que reflete concentração de mercado observada em estudos anteriores (Chen *et al.*, 2019; Hennes *et al.*, 2014; Marques *et al.*, 2016; Marques *et al.*, 2017; Huang e Nardi, 2020). A prevalência de empresas auditadas pela Big4 pode ser atribuída à busca por independência e transparência por parte das empresas listadas. Porém, a concentração também sugere um possível viés de amostra.

Em relação ao prejuízo acumulado, empresas que não reapresentaram e com prejuízo acumulado superaram aquelas que reapresentaram. Era esperado que empresas com prejuízo fossem mais suscetíveis a reapresentações, mas a análise mostra resultados divergentes, o que indica que empresas podem utilizar a republicação voluntária para ajustes ou melhorias nas demonstrações financeiras, evitando reações negativas no mercado.

No tocante aos estágios do ciclo de vida, as maiores proporções de reapresentações ocorreram nos estágios de Maturidade e Crescimento, o que contradiz parcialmente as expectativas. Empresas nos estágios extremos poderiam ter maior tendência a realizar reapresentações, mas os resultados não corroboram inteiramente essa expectativa.

Quanto aos níveis de governança, empresas no segmento Tradicional tiveram a maior proporção de reapresentações, seguidas pelo segmento NM. Isso contraria a expectativa de que empresas em níveis mais elevados de governança teriam menos erros e, portanto, menos reapresentações (Salehi *et al.*, 2017). Contudo, a demanda por auditorias de maior qualidade em empresas de grande porte e com auditoria Big4 pode aumentar as chances de reapresentações, alinhando-se a estudos anteriores (Marques *et al.*, 2017).

4.2 Associação entre as reapresentações e os honorários do auditor independente

Com o objetivo de analisar a Hipótese 1 (H_1), que prevê associação positiva entre a ocorrência de reapresentações e o aumento subsequente dos honorários do auditor, utilizou-se a regressão com dados em painel (erros padrão robustos). Além de trazer evidências associativas, a técnica escolhida tem como finalidade sanar problemas de heterocedasticidade e autocorrelação do modelo. A Tabela 3 aborda duas análises, a primeira (1) construída por meio da regressão com honorários específicos de auditoria ($HonAud_{it+1}$), e a segunda (2) tendo como variável explicada os honorários totais ($HonTotal_{it+1}$).

Tabela 3

Estatísticas das regressões para análise da associação entre honorários de auditoria (específicos/ totais) e reapresentação das demonstrações contábeis (H_1)

	Mod.1.1	Mod.2.1	Mod.1.2	Mod.2.2
Intercepto	1,35 * (0,62)	1,37 * (0,62)	1,38 * (0,63)	1,40 * (0,63)
$Reapr_{it}$	0,07 (0,04)	0,12 * (0,05)	0,03 (0,04)	0,08 (0,05)
$MudAud_{it+1}$	-0,12 *** (0,03)	-0,09 * (0,04)	-0,11 ** (0,03)	-0,08 * (0,04)
$Reapr_{it} * MudAud_{it+1}$		-0,19 * (0,09)		-0,18 * (0,09)
DTT_{it}	0,27 *** (0,07)	0,26 *** (0,07)	0,25 *** (0,07)	0,25 *** (0,07)
$KPMG_{it}$	0,09 (0,07)	0,09 (0,07)	0,10 (0,07)	0,10 (0,07)
PWC_{it}	0,21 ** (0,07)	0,20 ** (0,07)	0,22 ** (0,07)	0,22 ** (0,07)
EY_{it}	0,26 *** (0,07)	0,25 *** (0,07)	0,28 *** (0,07)	0,27 *** (0,07)
Tam_{it}	0,54 *** (0,03)	0,54 *** (0,03)	0,55 *** (0,03)	0,55 *** (0,03)
LC_{it}	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)	0,01 (0,01)
$Endiv_{it}$	0,09 (0,10)	0,09 (0,10)	0,09 (0,11)	0,10 (0,11)
σROE_{it}	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)	0,00 (0,00)
CR_{it}	-0,20 (0,18)	-0,20 (0,18)	-0,23 (0,18)	-0,23 (0,18)
$Cresc_{it}$	0,06 (0,04)	0,06 (0,04)	0,08 (0,04)	0,07 (0,04)
$Prej_{it}$	0,02 (0,05)	0,02 (0,05)	-0,02 (0,05)	-0,02 (0,05)
$Opin_{it}$	-0,01 (0,05)	-0,01 (0,05)	-0,01 (0,05)	-0,01 (0,05)
$CAUD_{it}$	0,03 (0,06)	0,04 (0,06)	0,00 (0,06)	0,01 (0,06)
$Intro_{it}$	-0,01 (0,06)	0,00 (0,06)	-0,02 (0,06)	-0,01 (0,06)
$Matur_{it}$	0,02 (0,04)	0,02 (0,04)	0,02 (0,04)	0,02 (0,04)
$Turb_{it}$	-0,07 (0,06)	-0,06 (0,06)	-0,07 (0,06)	-0,06 (0,06)
$Decl_{it}$	0,01 (0,08)	0,01 (0,08)	0,03 (0,08)	0,03 (0,08)
$N1_{it}$	0,22 * (0,10)	0,22 * (0,10)	0,24 * (0,10)	0,24 * (0,10)
$N2_{it}$	-0,36 * (0,15)	-0,36 * (0,15)	-0,42 ** (0,15)	-0,42 ** (0,15)
NM_{it}	-0,02 (0,18)	-0,02 (0,18)	0,04 (0,19)	0,04 (0,19)
<i>N</i>	1.382,00	1.382,00	1.382,00	1.382,00
R^2	0,72	0,72	0,71	0,71
R^2 ajustado	0,71	0,71	0,70	0,70
<i>p</i> -valor	0,00	0,00	0,00	0,00
Tipo de Painel	EA	EA	EA	EA
Controle de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

*** $p < 0,0001$; ** $p < 0,01$; * $p < 0,05$. Erros padrão robustos clusterizados.

Os resultados da análise, resumidos na Tabela 3, indicam associações significativas entre variáveis relacionadas à reapresentação de DFs e aos contratos de auditoria. A variável principal ($Reapr_{it}$) apresenta uma associação positiva significativa, a 5%, com os honorários específicos ($HonAud_{it}$), confirmando a H_1 e alinhando-se a estudos anteriores (Chen *et al.*, 2019; Feldmann *et al.*, 2009). Empresas que realizam reapresentações tendem a pagar mais pelos serviços de auditoria no ano seguinte, o que reflete o risco percebido e a especialização exigida pelos auditores (Bedard & Johnstone, 2004; Giordani *et al.*, 2020; Mayoral & Segura, 2007).

A Mudança da firma de auditoria ($MudAud_{it+1}$) revela uma associação negativa significativa, a 5%, tanto com os honorários específicos quanto com os honorários totais, o que corrobora estudos anteriores (Castro *et al.*, 2015; Dantas & Ramos, 2019; Feldmann *et al.*, 2009). Essa associação persiste após uma reapresentação, conforme evidenciado pelo coeficiente negativo significativo da variável de interação $Reapr_{it} * MudAud_{it+1}$. A redução nos honorários pode ser atribuída a diversos fatores, como a transição de uma auditoria *Big4* para uma não *Big4*, a estratégia de cobrança inicial mais baixa e o desejo da empresa de cortar custos.

Empresas auditadas por uma das *Big4* apresentam associação positiva significativa, a níveis de 0,1% e 1%, entre os honorários específicos e totais, em comparação com empresas não auditadas por essas grandes firmas, refletindo a ideia de um prêmio de qualidade (Brighenti *et al.*, 2016; Castro *et al.*, 2015; Hennes *et al.*, 2014). A variável mostra uma associação positiva significativa, a 0,1%, com os honorários específicos e totais, indicando que empresas maiores tendem a pagar honorários mais elevados, em concordância com estudos prévios (Brighenti *et al.*, 2016; Castro *et al.*, 2015; Chen *et al.*, 2019; Dantas & Ramos, 2019).

Quanto aos níveis de governança corporativa, verificou-se que estar listado em níveis diferenciados influencia os honorários de auditoria de forma variada. A listagem pode tanto aumentar quanto diminuir os honorários, a depender do nível considerado, alinhando-se com a ideia de que níveis mais altos de governança são mais custosos, mas podem refletir uma maior qualidade de relatórios e controles internos, o que leva os auditores a cobrarem menos (Griffin *et al.*, 2008). O aumento das vendas ($Cresc_{it}$) apresenta uma associação positiva significativa, a nível de 10%, com os honorários totais ($HonTotal_{it+1}$), refletindo a dificuldade de controle e o risco de reapresentação associados ao crescimento das vendas (Kryzanowski & Zhang, 2013; Landsman *et al.*, 2009; Stice, 1991). Outras variáveis não apresentaram significância estatística, e o modelo global tem um R^2 de aproximadamente 72% para honorários específicos e 71% para honorários totais após a inclusão de variáveis de controle. Esses achados contribuem para a compreensão das dinâmicas entre reapresentações de DFs, honorários de auditoria e mudanças na firma de auditoria.

4.3 Associação entre as reapresentações e a mudança da firma de auditoria

Para analisar a hipótese 2 (H_2), empregamos uma abordagem Logit com erros padrão robustos, controlando ano, setor e a obrigatoriedade da troca da firma de auditoria. Os resultados da análise, apresentados na Tabela 4 por meio da razão de chances (*odds ratio*), indicam que as empresas que realizam reapresentações das demonstrações financeiras têm uma maior chance de trocar de firma de auditoria, independentemente de o contrato envolver apenas honorários específicos de auditoria ($HonAud_{it+1}$) ou também incluir serviços adicionais ($HonTotal_{it+1}$). Esses achados corroboram a H_2 e estão alinhados com estudos anteriores de Hennes *et al.* (2014), Ma *et al.* (2015) e Mandel e Son (2013), que destacaram que as reapresentações refletem baixa qualidade das informações financeiras e têm repercussões significativas, especialmente para o auditor, que sofre com a perda de reputação devido à não detecção oportuna de erros. Como uma estratégia para atenuar as reações adversas do mercado, as empresas podem voluntariamente encerrar o contrato com a firma de auditoria, sinalizando que medidas corretivas foram adotadas para afastar a responsabilidade pela falha e restaurar a confiança dos investidores (Hennes *et al.*, 2014; Ma *et al.*, 2015).

Tabela 4

Regressão logística para análise da associação entre mudança da firma de auditoria e reapresentação das demonstrações contábeis (H_2)

	$MudAud_{it+1}$			
	Mod. 3.2	Mod. 4.1	Mod. 3.2	Mod. 4.2
$Reapr_{it}$	1,01 (0,19)	55,52 * (103,18)	1,01 (0,19)	38,66 * (69,14)
$HonAud_{it+1}$	0,77 ** (0,06)	0,82 * (0,07)		
$Reapr_{it} * HonAud_{it+1}$		0,74 * (0,10)		
$HonTotal_{it+1}$			0,82 * (0,67)	0,87 (0,77)
$Reapr_{it} * HonTotal_{it+1}$				0,76 * (0,10)
DTT_{it}	1,49 (0,37)	1,50 (0,37)	1,44 (0,35)	1,45 (0,36)
$KPMG_{it}$	1,48. (0,36)	1,46 (0,35)	1,45 (0,35)	1,42 (0,34)
PWC_{it}	0,95 (0,25)	0,94 (0,25)	0,93 (0,25)	0,92 (0,25)
EY_{it}	0,99 (0,24)	0,96 (0,24)	0,99 (0,24)	0,95 (0,24)
Tam_{it}	1,12 (0,08)	1,12 (0,08)	1,09 (0,08)	1,08 (0,08)
Lc_{it}	1,01 (0,04)	1,01 (0,04)	1,01 (0,04)	1,01 (0,04)
$Endiv_{it}$	0,69 (0,24)	0,67 (0,24)	0,70 (0,24)	0,68 (0,24)
σROE_{it}	1,00. (0,00)	1,00. (0,00)	1,00. (0,00)	1,00. (0,00)
CR_{it}	1,37 (0,53)	1,33 (0,51)	1,33 (0,51)	1,29 (0,50)
$Cresc_{it}$	0,99 (0,20)	0,96 (0,19)	1,00 (0,20)	0,96 (0,19)
$Prej_{it}$	0,94 (0,17)	0,94 (0,17)	0,92 (0,17)	0,93 (0,17)
$Opin_{it}$	1,09 (0,26)	1,08 (0,26)	1,09 (0,26)	1,09 (0,26)
$CAUD_{it}$	0,95 (0,17)	0,95 (0,17)	0,94 (0,17)	0,93 (0,16)
$Intro_{it}$	0,75 (0,20)	0,74 (0,20)	0,75 (0,20)	0,74 (0,20)
$Matur_{it}$	1,36. (0,24)	1,33 (0,24)	1,35. (0,24)	1,32 (0,24)
$Turb_{it}$	1,52 (0,41)	1,50 (0,40)	1,53 (0,41)	1,50 (0,40)
$Decl_{it}$	0,89 (0,32)	0,92 (0,33)	0,89 (0,32)	0,91 (0,33)
$N1_{it}$	1,03 (0,17)	1,03 (0,17)	1,02 (0,16)	1,02 (0,16)
$N2_{it}$	1,10 (0,25)	1,05 (0,24)	1,12 (0,26)	1,08 (0,25)
NM_{it}	1,00 (0,27)	0,99 (0,27)	1,01 (0,28)	1,01 (0,28)
N	1.277	1.277	1.277	1.277
GL	40,00	41,00	40	41
AIC	1.371,99	1.369,15	1376,10	1.373,8
$LogLik$	-645,99	-643,58	-648,04	-645,90
Sensitividade	0,57	0,60	0,67	0,70
Acurácia	0,70	0,69	0,61	0,61
Controle de Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Controle de Setor	Sim	Sim	Sim	Sim

 *** $p < 0.001$; ** $p < 0.01$; * $p < 0.05$; . $p < 0.10$. Erros padrão robustos clusterizados.

Quanto aos honorários específicos de auditoria ($HonAud_{it+1}$) observou-se uma associação significativa, indicando que honorários mais altos têm uma chance menor de influenciar a troca da firma de auditoria em comparação com honorários mais baixos. Essa relação pode ser interpretada de duas formas: (i) honorários elevados podem proporcionar melhores condições de trabalho aos auditores, permitindo-lhes alocar recursos adicionais e especializar suas equipes para minimizar riscos adversos (Chen *et al.*, 2019; Harahap *et al.*, 2018); (ii) contudo, honorários excessivamente elevados podem tornar o auditor suscetível à influência indevida do cliente sobre a opinião da firma de auditoria, o que prejudica a integridade das demonstrações financeiras (Setyawati *et al.*, 2023), conforme sugerido pela Teoria da Agência, proposta por Jensen e Meckling (1976). No entanto, não encontramos significância estatística na relação entre os honorários totais ($HonTotal_{it+1}$) e a decisão de troca da firma de auditoria.

Além disso, as interações $Reapr_{it} * HonAud_{it+1}$ e $Reapr_{it} * HonTotal_{it+1}$ foram estatisticamente significativas. Empresas que fizeram reapresentações e pagaram honorários mais altos têm uma chance menor de trocar a firma de auditoria após a reapresentação. Essa constatação sugere que, após uma reapresentação e a consequente perda de reputação, a negociação de novos contratos pode ser prejudicada. No entanto, para empresas que pagam honorários mais elevados, as chances de mudança são menores devido aos custos de substituição elevados e à limitada disponibilidade de auditorias de qualidade comparável (Hennes *et al.*, 2014; Mande & Son, 2013). Além disso, para compensar o risco de litígio e a perda de reputação, o novo auditor pode exigir honorários ainda mais altos do que os anteriores (Chen *et al.*, 2019; Giordani *et al.*, 2020). A manutenção do contrato atual pode ser uma alternativa aceitável, considerando a importância da reputação organizacional e as implicações no mercado (Swanquist & Whited, 2015).

Observou-se também que empresas com volatilidade no ROE têm maior chance de trocar a firma de auditoria em comparação com empresas com ROE estável. Essa variável serve como *proxy* de risco, e reflete a avaliação da empresa pelo mercado. Empresas com alta volatilidade no ROE podem preferir auditores mais especializados devido às incertezas e às complexidades do negócio (Qasem *et al.*, 2020).

Em relação às demais variáveis de controle, não foram observadas associações significativas que influenciem a decisão voluntária de troca da firma de auditoria.

5. Conclusão

Neste estudo, investigamos o impacto da reapresentação das demonstrações financeiras (DFs) em contratos de auditoria, analisando uma amostra de 323 empresas não financeiras listadas na B3 no período de 2010 a 2020. Utilizamos métodos estatísticos e regressões em painel, examinamos a relação entre a reapresentação e os honorários de auditoria (H_1), bem como a chance de troca voluntária da firma de auditoria (H_2).

Os resultados evidenciam que empresas que realizam reapresentações tendem a pagar honorários mais elevados no ano seguinte, sustentando H_1 . Esse achado está alinhado com a literatura que sugere que a remuneração dos contratos de auditoria aumenta devido ao risco percebido. No entanto, quando há a substituição da firma de auditoria após a reapresentação, os honorários tendem a diminuir, possivelmente devido à transição de uma auditoria Big4 para uma não Big4 (Feldmann *et al.*, 2009) ou à busca por redução de custos (Dantas & Ramos, 2019).

Adicionalmente, observou-se que empresas que realizam reapresentações têm maior chance de mudar voluntariamente a firma de auditoria, confirmando H_2 . Isso reflete a busca das empresas auditadas por uma punição, visando afastar a responsabilidade pela falha e recuperar a confiança dos investidores. Auditores e empresas auditadas buscam mitigar os impactos adversos das reapresentações, com os auditores incorporando o risco de litígio e reputação em seus honorários, e as empresas usando a mudança da firma de auditoria para atribuir a responsabilidade pela reapresentação aos auditores.

Esses resultados oferecem contribuições relevantes para as partes envolvidas nas negociações dos contratos de auditoria, incluindo auditores, comitês de auditoria e governança. As evidências fornecidas auxiliam nas decisões de contratação de auditorias independentes e fortalecem a Teoria da Agência de Jensen e Meckling (1976), ao destacar evidências empíricas relacionadas aos custos impostos pelos conflitos de interesses entre os agentes.

Entretanto, reconhecemos algumas limitações intrínsecas a este estudo. Os resultados, baseados em dados de empresas não financeiras listadas na B3, podem ter limitações de generalização para diferentes setores ou países. A falta de análise específica sobre quais indicadores financeiros foram alterados durante as reapresentações pode influenciar os resultados. A baixa ocorrência de casos de reapresentações quantitativas e de ofício também limita a análise do efeito desse tipo de evento, apesar de seu potencial impacto na troca e nos honorários do auditor.

Recomenda-se que futuras análises abordem essas limitações e considerem fatores não explorados neste estudo, como elementos regulatórios e de governança corporativa, que possam influenciar as decisões das empresas sobre contratos de auditoria após reapresentação das demonstrações financeiras. A aplicação da abordagem de Diferença em Diferenças (DiD) pode ser útil para examinar os efeitos pré e pós-reapresentação nas mudanças de auditor e nos honorários de auditoria. Uma análise mais aprofundada do processo de negociação entre as partes envolvidas após esses eventos, levando em conta o tipo específico de reapresentação, também é sugerida como uma variável relevante para exploração.

Referências

- Abbott, L. J., Parker, S., Peters, G. F., & Raghunandan, K. (2003). The Association between Audit Committee Characteristics and Audit Fees. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 22(2), 17–32. <https://doi.org/10.2308/aud.2003.22.2.17>
- Albring, S. M., Huang, S. X., Pereira, R., & Xu, X. (2013). The effects of accounting restatements on firm growth. *Journal of Accounting and Public Policy*, 32(5), 357–376. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.005>
- Ávila, J. R. de M. S., Costa, P. D. S., & Fávero, L. P. L. (2018). Honorários de auditoria e Book-Tax Differences. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 11(31), 31. <https://doi.org/10.11606/rco.v11i31.134473>
- Baltagi, B. H. (2005). *Econometrics Analysis of Panel Data* (Third). John Wiley & Sons, Inc.
- Bedard, J. C., & Johnstone, K. M. (2004). Earnings Manipulation Risk, Corporate Governance Risk, and Auditors' Planning and Pricing Decisions. *The Accounting Review*, 79(2), 277–304. <https://doi.org/10.2308/accr.2004.79.2.277>
- Blankley, A. I., Hurtt, D. N., & MacGregor, J. E. (2012). Abnormal Audit Fees and Restatements. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 31(1), 79–96. <https://doi.org/10.2308/ajpt-10210>
- Bortolon, P. M., Sarlo, A. N., & Santos, T. B. (2013). Custos de auditoria e governança corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(61), 27–36. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000100004>
- Brighenti, J., Degenhart, L., & Cunha, P. R. (2016). Fatores Influentes nos Honorários de Auditoria: Análise das Empresas Brasileiras Listadas na Bm&Fbovespa. *Pensar Contábil*, 18(65), 12.
- Cahan, S. F., & Sun, J. (2015). The Effect of Audit Experience on Audit Fees and Audit Quality. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 30(1), 78–100. <https://doi.org/10.1177/0148558X14544503>
- Carcello, J. V. & Neal, T. L. (2003). Audit Committee Characteristics and Auditor ismissals following “New” Going-Concern Reports. *The Accounting Review* 78(1), 95–117.
- Castro, W. B. de L., Peleias, I. R., & Silva, G. P. (2015). Determinantes dos Honorários de Auditoria: Um Estudo nas Empresas Listadas na BM&FBOVESPA, Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 261–273. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501560>

- Chang, W.-C., Chen, Y.-S., Chou, L.-T. L., & Ko, C.-H. (2016). Audit Partner Disciplinary Actions and Financial Restatements. *Abacus*, 52(2), 286–318. <https://doi.org/10.1111/abac.12077>
- Chen, H., Hua, S., Liu, Z., & Zhang, M. (2019). Audit fees, perceived audit risk, and the financial crisis of 2008. *Asian Review of Accounting*, 27(1), 97–111. <https://doi.org/10.1108/ARA-01-2017-0007>
- Comissão de Valores Mobiliários (2021). Resolução CVM nº 23 de 25 de fevereiro de 2021. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol023.pdf>
- Cunha, P. R., Fernandes, L. B., & Dal Magro, C. B. (2017). Influência do refazimento das demonstrações contábeis no gerenciamento de resultados das empresas listadas na BM&FBovespa. *RACE - Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 16(1), 95–120. <https://doi.org/10.18593/race.v16i1.7305>
- Dantas, J. A., Chaves, S. M. T., Silva, M. R., & Carvalho, R. P. (2011). Restatements of Financial Reports Determined by the CVM. *Revista Universo Contábil*, 45–64. <https://doi.org/10.4270/ruc.2011212>
- Dantas, J. A. & Ramos, A. C. A. (2019). Impacto da Troca de Auditores nos Honorários de Auditoria. *Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI*, 6(2), 33–48. <https://revistas.ufpi.br/index.php/gecont/article/view/7592/6536>
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.001>
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994. <https://doi.org/10.2308/accr-10130>
- Feldmann, D. A., Read, W. J., & Abdolmohammadi, M. J. (2009). Financial Restatements, Audit Fees, and the Moderating Effect of CFO Turnover. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 28(1), 205–223. <https://doi.org/10.2308/aud.2009.28.1.205>
- Flanagan, D. J., Muse, L. A., & O’Shaughnessy, K. C. (2008). An overview of accounting restatement activity in the United States. *International Journal of Commerce and Management*, 18(4), 363–381. <https://doi.org/10.1108/10569210810921979>
- Gertsen, F. H. M., van Riel, C. B. M., & Berens, G. (2006). Avoiding Reputation Damage in Financial Restatements. *Long Range Planning*, 39(4), 429–456. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2006.09.002>
- Giordani, M. S., Arruda de Souza Neto, J. M., & Da Cunha, P. R. (2020). Influência do Risco de Litígio do Auditor nos Honorários de Auditoria e não Auditoria. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 14(4). <https://doi.org/10.17524/repec.v14i4.2574>
- Griffin, P. A., Lont, D. H., & Sun, Y. (2008). Corporate Governance and Audit Fees: Evidence of Countervailing Relations. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 4(1), 18–49. [https://doi.org/10.1016/S1815-5669\(10\)70028-X](https://doi.org/10.1016/S1815-5669(10)70028-X)
- Gujarati, D. (2019). *Econometria: Princípios, Teoria e Aplicações Práticas*. Saraiva.
- Harahap, D. Y. et al. (2018) ‘Audit Fee: Evidence from Indonesia after Adopting International Standards on Auditing (ISAs)’, *Review of Integrative Business and Economics Research*, 7(1), pp. 170–182.
- Hennes, K. M., Leone, A. J., & Miller, B. P. (2014). Determinants and Market Consequences of Auditor Dismissals after Accounting Restatements. *The Accounting Review*, 89(3), 1051–1082. <https://doi.org/10.2308/accr-50680>
- Huang, C., & Nardi, P. C. C. (2020). Determinants of Restatements in Financial Statements of Brazilian Publicly Traded Companies. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 23(2), 159–178. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2020v23n2a2
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2009). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009a.

- Jaggi, B., & Lee, P. (2002). Earnings Management Response to Debt Covenant Violations and Debt Restructuring. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 17(4), 295–324. <https://doi.org/10.1177/0148558X0201700402>
- Jaramillo Jaramillo, M., García Benau, M. A., & Zorio Grima, A. (2012). Factores que determinan los honorarios de auditoría: Análisis empírico para México. *Revista Venezolana de Gerencia*, 17(59). <https://doi.org/10.31876/revista.v17i59.10906>
- 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.
- Kinney, W. R., Palmrose, Z.-V., & Scholz, S. (2004). Auditor Independence, Non-Audit Services, and Restatements: Was the U.S. Government Right?*. *Journal of Accounting Research*, 42(3), 561–588. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2004.t01-1-00141.x>
- Kryzanowski, L., & Zhang, Y. (2013). Financial restatements and Sarbanes–Oxley: Impact on Canadian firm governance and management turnover. *Journal of Corporate Finance*, 21, 87–105. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2013.01.007>
- Landsman, W. R., Nelson, K. K., & Rountree, B. R. (2009). Auditor Switches in the Pre- and Post-Enron Eras: Risk or Realignment? *The Accounting Review*, 84(2), 531–558. <https://doi.org/10.2308/accr.2009.84.2.531>
- Li, Y., Liu, X., & Yan, Q. (2018). Is institutional investor a supervisor or cooperater?: Based on the relationship between financial restatement and management turnover. *Nankai Business Review International*, 9(1), 2–18. <https://doi.org/10.1108/NBRI-02-2017-0007>
- Liu, L.-L., Raghunandan, K., & Rama, D. (2009). Financial Restatements and Shareholder Ratifications of the Auditor. *AUDITING: A Journal of Practice & Theory*, 28(1), 225–240. <https://doi.org/10.2308/aud.2009.28.1.225>
- Ma, C., Zhang, J., & Yang, B. (2015). Financial restatement and auditor dismissal. *China Journal of Accounting Studies*, 3(3), 209–229. <https://doi.org/10.1080/21697213.2015.1070043>
- Mande, V., & Son, M. (2013). Do Financial Restatements Lead to Auditor Changes? *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 32(2), 119–145. <https://doi.org/10.2308/ajpt-50362>
- Marques, V. A., Aires, D. B. B., Cerqueira, N. P. P., Silva, L. K. C., & Amaral, H. F. (2016). Dinâmica das republicações das demonstrações contábeis no período de 1997-2012. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(3), 440–464. https://doi.org/10.21714/1984-3925_2016v19n3a6
- Marques, V. A., Amaral, H. F., Souza, A. A., Santos, K. L. dos, & Belo, P. H. R. (2017). Determinantes das Republicações no Mercado Brasileiro: Uma Análise a partir dos Incentivos ao Gerenciamento de Resultados. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 11(2), 191–213. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i2.1488>
- Marques, V. A., Louzada, L. C., Amaral, H. F., & Souza, A. A. (2018). O poder da reputação: Evidências do efeito big four sobre a opinião do auditor. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 15(35), 03–31. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2018v15n35p3>
- Martinez, A. L., & Reis, G. M. R. (2010). Audit Firm Rotation and Earnings Management in Brazil. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1640260>
- Mayoral, J. M., & Segura, A. S. (2007). Un estudio empírico de los honorarios del auditor. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10(32), 81–109. [https://doi.org/10.1016/S1138-5758\(07\)70092-0](https://doi.org/10.1016/S1138-5758(07)70092-0)
- Moon, G., Lee, H., & Waggle, D. (2019). Long-run equity performance of firms that restate financial statements. *Managerial Finance*, 46(1), 92–108. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2019-0247>
- Netto, F. H., & Pereira, C. C. (2011). Impacto da republicação de demonstrações financeiras no preço das ações de empresas. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 7(14), 29– 50. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2010v7n14p29>

- Perlin, M. (2020). *Corporate Datasets from the FRE System* [Data set]. Harvard Dataverse. <https://doi.org/10.7910/DVN/QIMUNZ>
- Qasem, A., Aripin, N., & Wan-Hussin, W. N. (2020). Financial restatements and sell-side analysts' stock recommendations: Evidence from Malaysia. *International Journal of Managerial Finance*, 16(4), 501–524. <https://doi.org/10.1108/IJMF-05-2019-0183>
- Reid, L. C., Carcello, J. V., Li, C., Neal, T. L., & Francis, J. R. (2019). Impact of Auditor Report Changes on Financial Reporting Quality and Audit Costs: Evidence from the United Kingdom. *Contemporary Accounting Research*, 36(3), 1501–1539. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12486>
- Rocha, F. R. Jr., Rodrigues, W. B. S., & Bortolon, P. M. (2016). Fatores determinantes da mudança voluntária da empresa de auditoria externa no mercado brasileiro. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(3), 53. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i3.29460>
- Salehi, M., Farhangdoust, S., & Vahidnia, A. (2017). Abnormal audit fees and future restatements: Evidence from Tehran Stock Exchange. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation*, 13(1), 42. <https://doi.org/10.1504/IJAPE.2017.081802>
- Setyawati, D., Koeswayo, P. S., Puspitasari, E. (2023). Pengaruh Audit Fee Terhadap Integritas Laporan keuangan Dengan Kepemilikan Institusional sebagai Variabel Pemoderasi. *Jurnal Ilmiah MEA (Manajemen, Ekonomi, dan Akuntansi)*, 7(1), 21. <https://doi.org/10.31955/mea.v7i1.2846>
- Soares, C. R., Motoki, F. Y. S., & Monte-mor, D. S. (2018). IFRS e probabilidade de republicação: Um estudo das empresas brasileiras listadas na Bovespa. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(52). <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v17n52.2694>
- Stice, J. D. (1991). Using financial market information to identify pre-engagement factors associated with lawsuits against public accountants. *The Accounting Review*, 66, 516–533. <https://www.jstor.org/stable/247807>.
- Swanquist, Q. T., & Whited, R. L. (2015). Do Clients Avoid “Contaminated” Offices? The Economic Consequences of Low-Quality Audits. *The Accounting Review*, 90(6), 2537–2570. <https://doi.org/10.2308/accr-51113>
- Takamatsu, R. T., Lamounier, W. M., & Colauto, R. D. (2008). Impactos da divulgação de prejuízos nos retornos de ações de companhias participantes do IBOVESPA. *Revista Universo Contábil*, 4(1), 46–63. <http://doi.org/10.4270/ruc.20084>
- Thompson, J. H., & McCoy, T. L. (2008). An Analysis of Restatements Due to Errors and Auditor Changes by Fortune 500 Companies. *Journal of Legal, Ethical and Regulatory Issues*, 11(2), 14.
- Velte, P. (2022). The impact of external auditors on firms' financial restatements: A review of archival studies and implications for future research. *Management Review Quarterly*. <https://doi.org/10.1007/s11301-022-00264-x>
- Waresul Karim, A. K. M., & Moizer, P. (1996). Determinants of audit fees in Bangladesh. *The International Journal of Accounting*, 31(4), 497–509. [https://doi.org/10.1016/S0020-7063\(96\)90034-5](https://doi.org/10.1016/S0020-7063(96)90034-5)
- Wiedman, C. I., & Hendricks, K. B. (2013). Firm Accrual Quality Following Restatements: A Signaling View: Firm Accrual Quality Following Restatements. *Journal of Business Finance & Accounting*, 40(9–10), 1095–1125. <https://doi.org/10.1111/jbfa.12054>
- Wooldridge, J. M. (2016). *Introductory econometrics: A modern approach* (Sixth edition). Cengage Learning.
- Zhizhong, H., Juan, Z., Yanzhi, S., & Wenli, X. (2011). Does corporate governance affect restatement of financial reporting? Evidence from China. *Nankai Business Review International*, 2(3), 289–302. <https://doi.org/10.1108/20408741111155307>

Análise alternativa da transparência nos relatórios de Sustentabilidade: uma revisão crítica da Literatura

Juliana Costa Ribeiro Prates

<https://orcid.org/0000-0003-1289-3937>

Bruna Camargos Avelino

<https://orcid.org/0000-0001-8958-8725>

Resumo

O conceito de transparência é utilizado de forma ampla na literatura contábil. Porém, seu uso de forma generalista tem causado confusão e opacidade das informações quando vinculado aos relatórios de sustentabilidade. Dada a complexidade de mensuração de informações de sustentabilidade, o uso desse constructo pode não ser o mais adequado. É possível que os pesquisadores utilizem o conceito de transparência de forma alinhada ao seu uso na contabilidade financeira, independentemente de suas particularidades. Assim, propomos analisar criticamente se os acadêmicos têm um entendimento compartilhado do conceito de transparência, no âmbito das divulgações de relatórios de sustentabilidade, e as implicações do uso desse constructo para a contabilidade. Realizamos uma revisão da literatura publicada considerando o período de 2018 a 2022. O principal resultado revela que as publicações revisadas apresentaram diferentes entendimentos acerca da transparência dos relatórios de sustentabilidade. Tendo em vista a complexidade que envolve as informações de sustentabilidade, outros conceitos alternativos poderiam melhor contribuir para o entendimento desses relatórios. Buscamos apresentar reflexões e estimular essa discussão, uma vez que as expectativas podem ser equivocadas em relação ao alcance da transparência. As contribuições promovem pontos de reflexão para a comunidade acadêmica, as organizações relatoras e reguladores.

Palavras-chave: Transparência; Relatório de sustentabilidade; *Disclosure* socioambiental; Padronização de relatórios de sustentabilidade; Revisão crítica da literatura.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Rodada 1: Recebido em 4/3/2024. Aceito em 5/3/2024 por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em 27/3/2024. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Os Relatórios de Sustentabilidade (RS) são um mecanismo de diálogo e comunicação que as empresas utilizam para fornecer informações sobre questões de sustentabilidade a todos aqueles com quem essas organizações se relacionam (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Embora não abordem todas as interações corporativas, dada sua complexidade inerente, espera-se que esses relatórios contribuam para aumentar a transparência, revelando ações, interações e estratégias corporativas relativas a impactos sociais, ambientais e econômicos (Gray & Bebbington, 2001; Owen, Gray, & Adams, 2014).

Um número crescente de empresas tem publicado voluntariamente RS nas últimas décadas (Larrinaga *et al.*, 2020; Larrinaga & Bebbington, 2021). Esse aumento decorre de diferentes propostas e avaliações feitas pelos *stakeholders*, que exercem pressão para maior transparência corporativa e ocorre de tal forma que a divulgação se torna uma norma para um grupo específico de organizações (Larrinaga & Senn, 2021). Além disso, pesquisadores documentaram que essa divulgação se tornou uma prática empresarial institucionalizada entre as grandes empresas (Higgins & Larrinaga, 2014; Cho *et al.*, 2015; Larrinaga *et al.*, 2020).

Há muitas maneiras de divulgar informações sociais e ambientais corporativas, uma vez que não há uma forma padronizada de relatar esses dados (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021; Larrinaga & Senn, 2021). Em países em que essa prática de comunicação é voluntária, as entidades podem escolher a forma de relatar a depender de seus interesses e públicos-alvo. Além disso, podem definir as informações a serem divulgadas, e em que extensão, de acordo com seus próprios critérios e julgamento (Machado *et al.*, 2021).

O modelo de divulgação desenvolvido pelo *Global Reporting Initiative* (GRI) é o mais utilizado e exerceu influência sobre os demais, como o RI (Relato Integrado), por exemplo (Larrinaga & Bebbington, 2021). O GRI sugere temas-chave para o conteúdo dos relatórios: materialidade (análise da importância de um tópico a ser divulgado), inclusão de *stakeholders*, contexto, completude, qualidade dos relatórios como equilíbrio, comparabilidade, precisão, atualidade, confiabilidade e clareza (GRI, 2015; Calabrese *et al.*, 2019; Melquiades Soares, 2022). Contudo, tal iniciativa não consegue abarcar todas as interações corporativas, como aquelas financeiramente não mensuráveis e complexas: biodiversidade, direitos humanos e impactos para futuras gerações e, conseqüentemente, não passíveis de auditoria ou asseguramento (Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020).

Por ser um relatório voluntário e com certo grau de subjetividade na análise da materialidade das informações a serem divulgadas, a credibilidade e a transparência dos RS são comumente questionadas (Puroila, & Mäkelä, 2019; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). A prerrogativa é que eles podem apresentar discursos que, por meio de uma estrutura otimista, podem ser usados para o gerenciamento de impressões (Greenwashing) e distração da atenção pública de práticas irresponsáveis e insustentáveis (Neu *et al.*, 1998; Owen, Gray, & Adams, 2014; Macellari *et al.*, 2020; Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020; Machado, Dias & Fonseca, 2021; Crous *et al.*, 2021).

Apesar das sugestões do GRI para que o conteúdo acerca da sustentabilidade seja divulgado nos relatórios corporativos, as informações a serem divulgadas também dependem de aspectos intrínsecos à realidade vivida por cada organização, individualmente ou localmente (Chung & Cho, 2018; Ionaşcu *et al.*, 2020) e que implicam impactos e visibilidade distintas. Alguns desses aspectos podem ser, por exemplo, o tamanho da empresa (Ionaşcu *et al.*, 2020; Melquiades Soares, 2022), o setor de operação (Crous *et al.*, 2021; Machado *et al.*, 2021), conflitos sociais e ambientais (Sarmiento & Larrinaga, 2021), regulamentação, custos envolvidos e outros fatores relacionados aos interesses dos usuários das informações. Assim, devido à heterogeneidade envolvida, a transparência nos RS é difícil de ser alcançada coletivamente (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021; Quattrone, 2022).

Embora tenha havido progresso significativo no desenvolvimento de padrões de divulgações de sustentabilidade que contribuiram para a conscientização social, a responsabilização corporativa e a tomada de decisões, ainda não está claro como seria possível obter transparência nos relatórios de sustentabilidade, tendo em vista a complexidade inerente a esses relatórios e as diferentes demandas e expectativas envolvidas (Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020).

O conceito de transparência, na física, pode ser originalmente vinculado a uma propriedade ótica da matéria. Um material é considerado transparente quando a luz natural passa por ele; assim, pode-se ver através desse corpo. Uma analogia pode ser feita sobre as divulgações socioambientais corporativas: os relatórios podem apresentar algum nível de transparência se permitirem ver a organização além do discurso presente neles, ou seja, não apenas pelo que dizem, mas pelo que fazem na prática e no seu relacionamento com os *stakeholders* (Ionaşcu *et al.*, 2020; Tang & Higgins, 2022).

A transparência, no âmbito das divulgações de sustentabilidade, implica que, à medida que as relações, as interações e as demandas externas são amplamente assumidas, incorporadas e acomodadas dentro do contexto organizacional, a membrana flexível que delimita o corpo organizacional e seu ambiente externo se expande, se tornando cada vez mais fina e, assim, mais transparente (Llewellyn, 1994; Gray, 1992; Gray *et al.*, 1995). Desse modo, cabe à Contabilidade administrar os limites do que é ou não parte da constelação de uma entidade (Burchell *et al.*, 1985; Gray *et al.*, 1995).

O processo de aumento do nível de transparência pode não ser um caminho único e linear para todas as organizações em diferentes contextos nacionais e de mercado e, portanto, há um paradoxo emergente em relação à padronização dos relatórios e à divulgação da sustentabilidade. Por um lado, a autonomia corporativa na escolha dos tópicos a serem divulgados e a limitada auditoria dessas divulgações sociais e ambientais podem motivar as empresas a gerenciarem sua imagem e reputação usando esses relatórios como estratégias de comunicação com seus públicos mais relevantes (Neu *et al.*, 1998) por meio de linguagem parcimoniosa (Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020; Crous *et al.*, 2021). Porém, esse potencial de deturpação cria um escrutínio público e reduz a confiança dos *stakeholders* na divulgação voluntária, além de aumentar os custos, uma vez que a empresa poderia gerenciar as informações divulgadas sem necessariamente alterar seu *modus operandi*, ou simplesmente deixar aspectos relevantes invisíveis para usuários menos atentos (Neu *et al.*, 1998; Chung & Cho, 2018; Quattrone, 2022).

Por outro lado, uma divulgação padronizada internacionalmente pode ignorar importantes aspectos locais/contextuais das atividades e da interação das empresas com seus *stakeholders*. Tais aspectos, que muitas vezes não são mensuráveis, devem ser evidenciados no RS para garantir a transparência das ações e deficiências da gestão corporativa sustentável (Larrinaga & Bebbington, 2021). A ausência de tais informações também afeta negativamente a transparência dos RS.

Nesse sentido, se uma estrutura padrão estiver disponível de forma mandatória e aspectos contextuais específicos relevantes não forem incorporados a ela, porque não se encaixam na realidade de outros países ou empresas, os RS também não serão transparentes, pois não apresentarão ou não se aproximarão da realidade das empresas (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Consequentemente, as decisões tomadas pelos usuários das informações, com base em informações incompletas e enganosas, poderão afetar o bem-estar social, uma vez que forjar responsabilidade corporativa da gestão de recursos naturais e impactos sociais pode afetar não apenas o desempenho organizacional, mas também toda a sociedade e a economia.

Apesar dos obstáculos inerentes às divulgações de sustentabilidade, diversas iniciativas de padronização internacional vêm sendo discutidas e implementadas para aumentar a transparência dos RS. O *International Financial Reporting Standards* (IFRS) em âmbito global e o *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) para a União Europeia são exemplos desse movimento emergente. A premissa do IFRS é que a padronização pode proporcionar comparabilidade ao longo do tempo e entre empresas; atender às demandas dos *stakeholders* mais importantes, além de mitigar a prática de camuflar, adulterar ou omitir informações sobre os reais impactos das atividades corporativas (*greenwashing* e *bluwashing*). Entretanto, a demanda e os interesses dos usuários de informações contábeis são heterogêneos e não podem ser baseados em uma suposta homogeneidade entre países desenvolvidos e em desenvolvimento (Neu *et al.*, 1998; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021).

As características heterogêneas e complexas dos RS motivam essa discussão, em que se pretende abordar de forma crítica a seguinte questão: **Até que ponto os acadêmicos que investigam a transparência dos relatórios de sustentabilidade compartilham uma visão comum da definição, da função e das implicações desse constructo na padronização internacional dos relatórios de sustentabilidade?** Para responder a essa pergunta, é essencial identificar os conceitos atribuídos como sinônimos de transparência corporativa e quem são os *stakeholders* que a influenciam, assim como seus atributos: poder, legitimidade e urgência. (Michell *et al.*, 1997). O objetivo deste estudo é analisar criticamente se a pesquisa acadêmica possui um entendimento compartilhado do conceito de transparência e as implicações do uso desse constructo nos relatórios de sustentabilidade. A expectativa é que os acadêmicos utilizem esse conceito da mesma maneira como é utilizado na contabilidade financeira para informações mensuráveis.

Por meio de uma análise alternativa à narrativa otimista e usual da transparência em relatórios de sustentabilidade, reforça-se a indagação sobre o uso abrangente de conceitos advindos da contabilidade financeira para uso em divulgações de sustentabilidade. Os achados permitiram inferir que a maior parte dos trabalhos revisados não considerou a distinção existente entre as características das informações de sustentabilidade e as financeiras. Esse fato pode impulsionar a demanda para uma padronização com o objetivo de promover comparabilidade. Dessa maneira, a heterogeneidade e a complexidade de mensuração são pontos de atenção relevantes para o alcance mais amplo da transparência e para a incomparabilidade dos RS (Quattrone, 2022). Os resultados fornecem contribuições relevantes para a literatura científica, analisando conceitos, fatores contextuais sobre a transparência e aspectos de legitimidade relativa.

2. Revisão da Literatura

A revisão da literatura sobre transparência nos relatórios de sustentabilidade concentra-se em alguns pontos centrais da discussão proposta: i) discutir a heterogeneidade e a influência dos grupos de *stakeholders* dos RS. Essa identificação visa minimizar a chance de ignorar grupos ou indivíduos que caracterizam as pressões que podem dar a noção de completude ou transparência das divulgações de sustentabilidade; ii) discutir a complexidade das informações de sustentabilidade e como isso afeta a divulgação dos RS; iii) identificar a constelação contábil dos RS: grupos que possuem influência direta no conteúdo dos RS; e iv) fomentar a discussão sobre os efeitos, no âmbito da contabilidade, que as iniciativas de padronização internacional dos RS podem ter sobre o nível de transparência dessas divulgações.

2.1 Stakeholders e a Heterogeneidade Inerente aos Relatórios de Sustentabilidade

Como instrumento corporativo de comunicação com seus *stakeholders*, o RS é também uma ferramenta para prestar contas a eles (Nijhof *et al.*, 2019; Calabrese *et al.*, 2019). No entanto, os grupos de *stakeholders*, suas demandas e interesses podem ser diferentes e, conseqüentemente, as entidades lidam com diversos conflitos para a divulgação dos RS (Adel *et al.*, 2019). Dentro e fora das organizações, existem indivíduos e grupos com diferentes percepções, valores e conhecimentos provenientes de diferentes contextos. Isso implica a não uniformidade ou homogeneidade, tanto dos *stakeholders* como das informações de que necessitam (Michell *et al.*, 1997; Neu *et al.*, 1998; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021).

Para obterem as informações que lhes interessam, os *stakeholders* podem influenciar a divulgação de relatórios de sustentabilidade, uma vez que eles podem ser rapidamente afetados pelas atividades e decisões corporativas. Porém, o nível de influência de cada grupo de *stakeholders* é diferente e depende de três atributos principais: i) o poder que eles têm de influenciar as empresas; ii) a natureza legítima de seu relacionamento com as empresas (contratual, por exemplo); e iii) a urgência das demandas desses *stakeholders* (Freeman, 1984; Mitchell *et al.*, 1997). Essa tipologia de atributos contribui para a compreensão de quem são os *stakeholders* aos quais os gestores tendem a dar maior atenção ou prioridade.

Em relação ao primeiro atributo, o poder, parte-se do conceito weberiano segundo o qual um indivíduo (ou grupo) pode realizar sua própria vontade, apesar de qualquer resistência que possa existir. Em outras palavras, o conceito pode ser reescrito como a capacidade daqueles que têm o poder de trazer à tona os resultados que desejam mostrar (Salancik & Pfeffer, 1974; Michell *et al.*, 1997). Dentro desse atributo pode-se, por exemplo, incluir a demanda dos investidores como *stakeholders* prioritários, a quem as padronizações de divulgações podem mais interessar (IFRS, 2021). Os investidores se preocupam com o desempenho corporativo, financeiro e de mercado, e podem exigir mudanças na gestão para facilitar o acesso e a comparabilidade das informações.

Na prática, a existência de canais virtuais de acesso às informações para fortalecer o relacionamento da empresa com investidores ou potenciais investidores indica a importância desse grupo de *stakeholders* (fornecedores de capital) para a entidade (Tang & Higgins, 2022). O poder pode ser ainda fortalecido por condições que se manifestam nos outros dois atributos da relação: legitimidade e urgência. Em outras palavras, o poder por si só não garante a preponderância de uma parte interessada sobre as outras. Entretanto, o poder ganha autoridade por meio da legitimidade da demanda, e é exercido por meio da urgência dessas demandas (Freeman, 1984; Mitchell *et al.*, 1997).

O segundo atributo é a legitimidade do relacionamento entre organização e *stakeholder*. Um grupo pode ter uma demanda legítima (legal, contratual) sobre a empresa, mas a menos que tenha o poder de impor sua vontade sobre o relacionamento ou demonstrar a urgência de sua demanda, ele não receberá a devida atenção dos gestores da empresa. Alguns exemplos podem ser as comunidades locais que são diretamente afetadas pelas atividades corporativas, mas não têm a capacidade de influenciar diretamente as decisões e operações corporativas. Pequenos fornecedores ou prestadores de serviços que têm contratos com a organização, mas que não possuem capacidade de influenciar a empresa e alguns grupos de interesse público que defendem uma causa que se relaciona com a organização, mas sem capacidade prática de influenciar suas decisões (Freeman, 1984; Mitchell *et al.*, 1997; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021).

O terceiro atributo é a urgência. Ela representa o grau em que os *stakeholders* exigem atenção imediata. Nesse atributo, a percepção do interessado sobre a empresa é relevante, ou seja, a forma como o interessado vê sua demanda sobre a empresa ou seu relacionamento como algo crítico ou altamente importante. A propriedade (proprietários e acionistas), o valor sentimental (familiar), a expectativa (funcionários e colaboradores) e a exposição (risco envolvido) são características que reforçam o atributo emergente do relacionamento. No entanto, a urgência por si só é insuficiente para garantir a proeminência de um grupo de *stakeholders*. Quando combinada com pelo menos um dos outros atributos, o relacionamento é fortalecido e pode receber maior atenção dos gestores (Mitchell *et al.*, 1997).

Os *stakeholders*, portanto, podem contemplar diversos indivíduos, grupos e organizações que podem variar de acordo com o contexto e ao longo do tempo (Gray, 1992; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Os *stakeholders* podem ser fornecedores de capital (investidores e credores), representantes legais, reguladores, governos, clientes, fornecedores, comunidades nas quais a empresa opera, funcionários, consumidores, Organizações não Governamentais (ONGs), grupos ativistas, comunidades acadêmicas, a sociedade, meio ambiente e gerações futuras (Gray, 1992; Calabrese *et al.*, 2019; Sarmiento & Larrinaga, 2021; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). No caso das gerações futuras, elas serão impactadas tendo em mente que as ações corporativas, principalmente de setores mais sensíveis, impactam a sustentabilidade do planeta em termos de potencial de poluição, rompimento de barragens, por exemplo) (Neu *et al.*, 1998).

De forma geral, a presença dos atributos anteriormente elencados – poder, legitimidade do relacionamento entre organização e *stakeholder* e urgência – revelam que o conceito de *stakeholders* é amplo, incluindo diversos grupos que impactam ou são impactados pelas organizações de maneiras diferentes (Freeman, 1984; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Aqueles que possuem maior poder de influenciá-la, dada a legitimidade e urgência de suas demandas, serão prioritariamente atendidos. Cada atributo possui características dinâmicas que podem variar nas relações entre os participantes-gerentes ou dentro de um único relacionamento ao longo do tempo. Além disso, os três atributos são o resultado de uma construção social perceptiva e podem ser percebidos corretamente ou falsamente pelos participantes, gerentes e outros no ambiente da empresa (Mitchell *et al.*, 1997).

Na Figura 1, evidencia-se a classificação de diversos grupos de *stakeholders* conjuntamente com a combinação dos atributos de poder, legitimidade e urgência.

Grupo	Tipologia	Stakeholders	Atributos	Características
1	Dominantes	Investidores Funcionários Top executivos Gestores Clientes principais Sindicatos Credores	<i>Stakeholders</i> com alto nível de poder, legitimidade e urgência	<i>Stakeholders</i> que têm alta influência na organização, legitimidade para suas demandas e necessidades urgentes. Esses <i>stakeholders</i> são geralmente os mais importantes para a organização e requerem uma atenção imediata.
2		Governo Normatizadores Reguladores ONGs Consumidores	<i>Stakeholders</i> com altos níveis de poder e legitimidade, mas com baixo nível de urgência	<i>Stakeholders</i> que têm um alto poder de influência sobre a organização e possuem uma relação legítima com a empresa, mas suas demandas não requerem atenção imediata.
3		Concorrentes Fornecedores Meio ambiente	<i>Stakeholders</i> com alto nível de poder, baixos níveis de legitimidade e urgência.	<i>Stakeholders</i> que têm alta influência na organização, mas não têm uma base legítima para suas demandas ou necessidades urgentes.
4	Dependentes	Comunidades locais Povos nativos Pequenos fornecedores Prestadores de serviços Ativistas Sociedade	<i>Stakeholders</i> com baixo nível de poder, alta legitimidade e baixa urgência	<i>Stakeholders</i> que têm baixa influência na organização, mas têm uma base legítima para suas demandas. Esses <i>stakeholders</i> geralmente têm interesses legítimos na organização, mas não são capazes de exercer uma grande influência.
5	Críticos (contra-contas)	Mídia ONGs Ativistas organizados Comunidade Científica	<i>Stakeholders</i> com alto nível de poder, baixo nível de legitimidade e alto nível de urgência	<i>Stakeholders</i> que têm um alto poder de influência sobre a organização, mas não possuem uma relação legítima com a empresa e suas demandas requerem atenção imediata

Fonte: adaptado de Freeman, 1984; Michell et al., 1997; Neu et al., 1998; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021).

Figura 1. Tipologia da combinação de atributos dos stakeholders

De acordo com os atributos que possuem, pode-se assumir que alguns grupos também possuem maior capacidade de influenciar as decisões corporativas de divulgação de informações de sustentabilidade. A demanda de determinados grupos por uma padronização internacional de relatórios de sustentabilidade, por exemplo, tende a favorecer alguns grupos em detrimento de outros *stakeholders* menos influentes. Apesar da ausência ou sub-representação de alguns *stakeholders*, o discurso otimista dos RS é, ao longo do tempo, aceito pelos indivíduos como transparente, podendo até mesmo influenciar a comunidade acadêmica local ou global (Gómez-Villegas & Larrinaga, 2022).

A divulgação padronizada dos RS homogeneiza contextos diferentes com o propósito de promover maior transparência e comparabilidade das divulgações para os investidores. Contudo, a padronização de relatórios pode limitar a transparência, pois pode não contemplar as especificidades de atuação das organizações e seus impactos sobre outros grupos menos influentes, mas que são relevantes para o processo decisório, como de investimentos. É nesse sentido que os RS revelam a heterogeneidade que comportam diferentes *stakeholders*, suas demandas, as diferentes capacidades de influência e as características diversas dos contextos institucionais em que são divulgados. Para abordar as características complexas que afetam a transparência dos RS, na próxima seção discutem-se os aspectos teóricos e conceituais das informações de sustentabilidade.

2.2 A Complexidade dos Relatórios de Sustentabilidade

Na discussão conceitual sobre a transparência dos RS, existe uma limitação natural: a sua complexidade. Diferentes dimensões do desenvolvimento sustentável precisariam ser traduzidas e incorporadas a eles e, como essas dimensões não são facilmente adaptáveis a indicadores quantificáveis (Guix *et al.*, 2019; Larrinaga, 2023), elas estão fora do relatório ou são parcialmente comentadas. Essa complexidade produz uma falta de integração que dificulta a capacidade dos relatórios de atingir os seus múltiplos objetivos, como melhoria de desempenho, prestação de contas e transparência (Larrinaga & Bebbington, 2021), ressaltando a necessidade de flexibilidade desses informes (Bãndoi *et al.*, 2021).

Alguns exemplos estão relacionados à mudança climática, à perda da biodiversidade, aos direitos humanos e aos impactos a gerações futuras. Essas informações apresentam complexidade de mensuração para que sejam abordadas de forma padronizada nos relatórios de sustentabilidade (Larrinaga & Bebbington, 2021; Sarmiento & Larrinaga, 2021; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Isso acaba demarcando limites para a abrangência e para a transparência dos RS.

A transparência é um conceito-chave abordado em diretrizes e estruturas que orientam a divulgação de relatórios contábeis (Higgins, Tang & Stubb, 2020; Tang & Higgins, 2022). De acordo com o CPC 00 (R2) - Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (2019), as características qualitativas fundamentais da informação contábil são a relevância (que abrange a materialidade) e a representação fidedigna. As características de melhoria da informação são: comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade, atributos que buscam garantir a utilidade das informações divulgadas. No entanto, tais características da informação tornam-se abstratas e até conflitantes se analisadas no âmbito conceitual de transparência dos RS. Praticamente todas elas são contraditas na prática organizacional de elaboração dos relatórios de sustentabilidade, considerando-se a complexidade e a heterogeneidade inerentes a esses relatórios.

Assim, o uso do conceito de transparência naturalmente implica que tal característica é passível de ser alcançada integralmente, o que, porém, não condiz com a realidade dos relatórios de sustentabilidade, cujos aspectos específicos tornam os atributos da informação financeira incompatíveis com as informações de sustentabilidade. A transparência remete ao acesso a todas as práticas e aos possíveis e diversos impactos (sociais, ambientais e econômicos) que as organizações promovem, tanto em âmbito local como global, a partir de sua decisão de assumi-los, incorporá-los e divulgá-los independentemente de fornecerem boas ou más notícias (Llewellyn, 1994; Gray *et al.*, 1995).

No âmbito das iniciativas de divulgação de sustentabilidade, é importante ressaltar que a proposição de tópicos a serem divulgados não é algo ruim, pois contribuiu para que essa importante temática fosse, ao longo do tempo, incorporada pelas organizações e conhecida pelos *stakeholders* (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021). Porém, a limitação das divulgações em torno de alguns aspectos, que de alguma forma contemplem todas as realidades, pode comprometer a transparência dos RS. Implicitamente, esse comportamento pode levar à ideia equivocada de que a divulgação apenas desses tópicos seria suficiente para atribuir o “selo de transparência” a qualquer entidade que os divulgue, independentemente de outras informações contextuais impactantes, mas não informadas nos RS (Laine, Tregidga, & Unerman, 2021; Hamilton & Waters, 2022).

A divulgação de um padrão mínimo exigido dentro de uma lógica padronizada pode não ser a melhor opção para qualquer contexto. Na prática, a lógica contextual revela a existência de muitas outras possibilidades de interações corporativas relevantes que permaneceriam inexistentes nos relatórios (Sarmiento & Larrinaga, 2021; Quattrone, 2022). Nesse contexto, os RS são o resultado de uma ação para que as entidades se adequem aos padrões, regras e normas existentes compartilhadas ou institucionalizadas no campo organizacional que são, frequentemente, pensados a partir de contextos totalmente diferentes daqueles de países em desenvolvimento (Meyer & Rowan, 1977; Cho *et al.*, 2015; Hamilton & Waters, 2022).

Na próxima seção, aprofunda-se a discussão conceitual sobre os grupos que influenciam mais diretamente as divulgações de RS e outros que podem contribuir para maior transparência dos RS.

2.3 O Funcionamento Prático e Discursivo dos Relatórios de Sustentabilidade

As informações de sustentabilidade que serão divulgadas são influenciadas pelas demandas dos *stakeholders* e pelo contexto social em que operam, inclusive pelo comportamento de outras organizações do seu entorno – campo organizacional (Laine, Tregidga & Unerman, 2021; Tang & Higgins, 2022). A escolha deliberada de atender a alguns grupos e demandas em detrimento de outros, interfere negativamente na transparência dos RS, e está em consonância com a teoria dos *stakeholders* (Freeman, 1984; Roberts, 1992; Michell *et al.*, 1997).

Como previamente discutido (ver o tópico 2.1), as entidades tendem a divulgar as informações que são de maior interesse para os *stakeholders* mais importantes para a organização (Michell *et al.*, 1997) e, ao mesmo tempo, atender às expectativas institucionais como a regulação, por exemplo (Higgins & Larrinaga, 2014). Nesse sentido, a constelação contábil (Burchell *et al.*, 1985) é uma forma de visualizar o funcionamento prático e discursivo da transparência dos relatórios de sustentabilidade, uma vez que esses relatórios são parciais (Crous *et al.*, 2021; Tang & Higgins, 2022) e tendem a manter padrões otimistas e proativos e a ignorar públicos menos poderosos, denunciando e/ou críticos de atividades corporativas (Michell *et al.*, 1997; Neu *et al.*, 1998; Ionaşcu *et al.*, 2020).

Ao trazer o foco dos RS para responder a demandas e interesses específicos de alguns grupos, os RS podem não apresentar de forma clara, a realidade contextual das operações corporativas (como as multinacionais) nos países em que operam. Nos casos de multinacionais que operam em setores com maior potencial de impactos sociais e ambientais (Neu *et al.*, 1998; Sarmiento & Larrinaga, 2021; Crous *et al.*, 2021), isso refletiria que não há um real engajamento das entidades com os desafios da sustentabilidade, mesmo para os *stakeholders* prioritários interessados nesse tipo de informações específicas e locais.

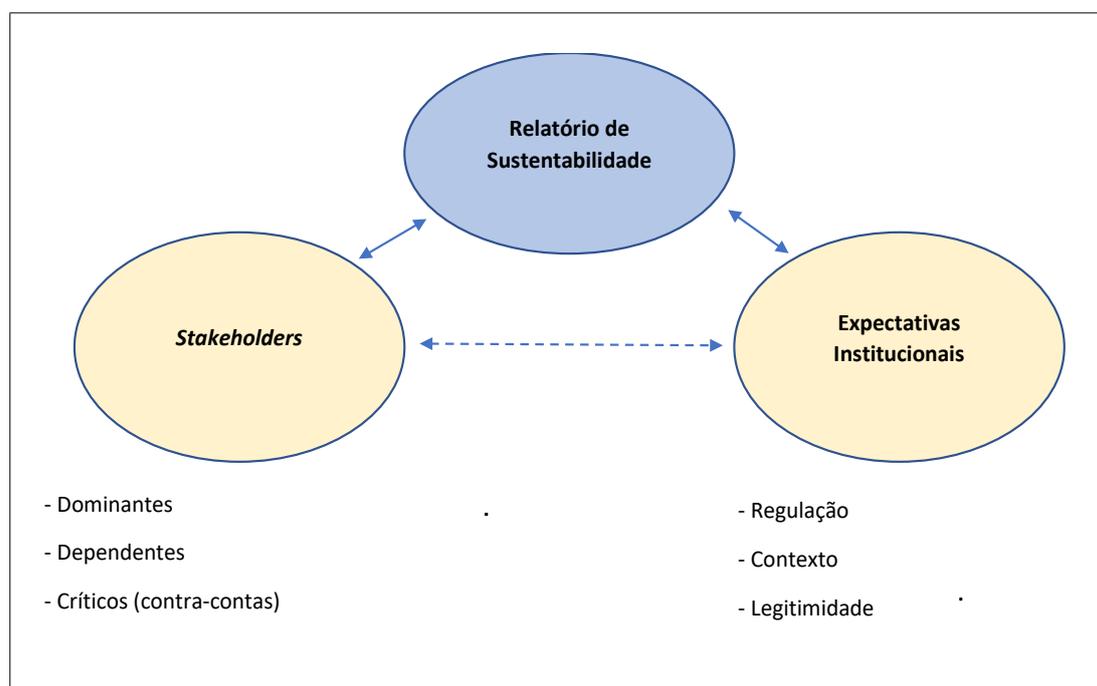
Em contextos regulatórios mais fracos, as entidades relatoras poderiam agir de maneira diferente daquela exigida em seu país de origem, em que o rigor regulatório é maior. A literatura indica que elas poderiam ainda influenciar, modificar e editar os padrões de divulgação de RS de acordo com seus interesses. Larrinaga e Bebbington (2021) enfatizam que em cenários *multi-stakeholders*, as organizações também podem influenciar as comunidades epistêmicas, os criadores de padrões e os governos, sendo então produtores ativos de padrões de relatórios, ao mesmo tempo em que moldam seus próprios relatórios. Nesses contextos, emergem outros instrumentos fiscalizadores que contribuem para moldar os relatórios de sustentabilidade, tais como funcionários, sindicatos, Organizações não Governamentais (ONGs), comunidade local, comunidade científica e sociedade civil (Larrinaga & Bebbington, 2021).

Os diversos atores sociais também contribuem de forma mais e/ou menos predominante (de acordo com os atributos que possuem) e acabam colaborando para que a divulgação alcance maior nível de transparência nos RS. Outros exemplos desses grupos de *stakeholders* são ONGs, ambientalistas, ativistas sociais, a mídia e a comunidade acadêmica, por exemplo, que dão voz aos conflitos socioambientais existentes, dependendo do potencial impacto socioambiental das empresas (Sarmiento & Larrinaga, 2021). Esses grupos são definidos na literatura como contra-contas (em inglês *counter-accounts* ou *shadow accounts*), pois são fontes de informação não controladas pelas entidades e que proporcionam a verificação ou a confrontação das informações corporativas divulgadas com a realidade observada contextualmente (Macellari *et al.*, 2020). Ao denunciar as divergências existentes entre o discurso presente nos relatórios e a realidade corporativa, as contra-contas chamam a atenção para a incongruência das ações organizacionais e para os direitos e valores de outros públicos (Sarmiento & Larrinaga, 2021). Essa pressão sobre as organizações e sociedade tende a favorecer o nível de transparência dos RS (Macellari *et al.*, 2020).

Assim, a intersecção de valores sociais fragmentados, grupos de *stakeholders* diversificados e a necessidade das empresas de operar em uma economia global competitiva faz com que a legitimidade organizacional seja cada vez mais importante, mas ainda mais difícil de ser alcançada de forma homogênea (Dillard & Brown, 2015). A existência de tantas diferenças conflitantes de comportamentos e mentalidades sugere que a legitimidade corporativa pode variar de um contexto para outro, o que exige o uso de práticas contábeis que considerem os diferentes valores e interesses dos *stakeholders* de forma democrática (Brown, 2009; Dillard & Brown, 2015).

Nessa perspectiva, os grupos de *stakeholders* críticos, nomeados contra-contas, favorecem a visualização do nível de transparência e de confiabilidade do RS das entidades, além de atuarem como reguladores e fiscais (Macellari *et al.*, 2020; Laine, Tregidga, & Unerman, 2021; Larrinaga & Senn, 2021). Em alguns casos, a estratégia de comunicação das grandes corporações multinacionais na divulgação de seus RS pode ser orientada para ignorar ou tornar invisíveis as demandas desses grupos críticos, a depender do contexto (Neu *et al.*, 1998). Dessa forma, essas multinacionais podem restringir o acesso à informação completa, de modo a reduzir o conhecimento do público sobre as práticas sociais e ambientais dessas empresas e a impactar a transparência desses relatórios e a confiança pública.

No entanto, a estratégia de reduzir o acesso à informação busca não legitimar, por meio do aumento da divulgação em resposta às críticas e às reivindicações ambientais e sociais, algo que as organizações querem evitar (Neu *et al.*, 1998). Com isso, os relatórios seguiriam atendendo às demandas e às expectativas já estabelecidas, não buscando fazer proselitismo ou responder a grupos de usuários mais críticos (Neu *et al.*, 1998) que contribuem para ampliar o nível de transparência dos RS. Na Figura 2, apresenta-se a constelação contábil dos relatórios de sustentabilidade no âmbito da transparência desses relatórios.



Nota: As setas representam as relações de influência bidirecional entre todos os grupos.

Figura 2. Constelação Contábil para a divulgação de sustentabilidade

Na Figura 2, observa-se as pressões que influenciam as divulgações de informações de sustentabilidade: as demandas dos grupos de *stakeholders* e as expectativas institucionais. Os grupos de *stakeholders* podem ser: dominantes, dependentes e críticos de acordo com os atributos que possuem. Os contra-contas estão inseridos no grupo de *stakeholders* críticos. As expectativas institucionais incluem leis, regulamentos, normas de conduta e socialmente aceitas em diferentes contextos e práticas de negócio de determinado setor ou campo organizacional. Os aspectos locais, contextuais específicos e culturais também estão inseridos nessas expectativas.

Em um cenário em que as informações de sustentabilidade são padronizadas internacionalmente, os relatórios de sustentabilidade de países em desenvolvimento e desenvolvidos apresentariam os mesmos tópicos e nível de informações, apesar dos diferentes públicos e aspectos contextuais – como a rigidez regulatória, por exemplo (Sarmiento & Larrinaga, 2021; Gómez-Villegas & Larrinaga, 2022).

A despeito das limitações inerentes aos RS previamente discutidas, o conceito de transparência das divulgações de sustentabilidade apresenta-se de diferentes formas em pesquisas acadêmicas. Nesse contexto, foram coletadas publicações científicas dos últimos cinco anos com o objetivo de analisar criticamente se a pesquisa acadêmica tem um entendimento compartilhado do conceito de transparência e das implicações nos padrões internacionais de relatórios de sustentabilidade.

3. Metodologia

Para analisar se a pesquisa acadêmica possui um entendimento compartilhado do conceito de transparência, e as implicações do uso desse constructo para a contabilidade social e ambiental (SEA), foi realizada uma revisão narrativa da literatura publicada nos últimos cinco anos seguindo a estratégia de Chung & Cho (2018). Foram estabelecidos três critérios para a definição do escopo de revisão. O primeiro deles foi identificar estudos que tivessem analisado as empresas de capital aberto listadas em bolsa de valores. Essa delimitação se deve ao aumento da demanda por padronização de relatórios de sustentabilidade por parte de investidores (IFRS, 2021). Além disso, essas empresas iniciaram esse tipo de divulgação de sustentabilidade e contribuíram para a conscientização social das atividades e do desempenho da Responsabilidade Social Empresarial (Buhr, Gray, & Milne, 2014).

O segundo critério estabelecido foi a busca das palavras-chave: “Relatório de Sustentabilidade” e “Transparência” publicados em inglês na base de dados Scopus. Essa delimitação buscou garantir robustez de procedimentos de revisão e análises; e aprofundamento em pesquisas que possuem maior potencial de alcance para a comunidade acadêmica global. Essa delimitação é uma limitação da pesquisa (Chung & Cho, 2018). Os artigos encontrados representam uma pequena parte do universo de pesquisas existentes, pois milhares de artigos foram encontrados usando frases mais específicas como “contabilidade e sustentabilidade” e “responsabilidade social corporativa”.

O terceiro critério estabelecido foi o período de análise. Buscou-se trabalhos publicados no período de 2018 a 2022 por dois motivos principais: i) inicialmente, porque a proposta de padronização internacional é algo recente e a revisão da literatura que contempla os últimos cinco anos traz uma visão mais clara e recente da visão acadêmica sobre a transparência dos reportes de sustentabilidade; e ii) Chung e Cho (2018) realizaram uma revisão abrangente da literatura publicada entre os anos 2000 e 2017. A revisão englobou aspectos relevantes da pesquisa sobre as divulgações de sustentabilidade e, portanto, esta pesquisa busca complementar a literatura existente e contribuir para o corpo de conhecimento no campo (Massaro, Dumay, & Guthrie, 2016).

Foram identificados 76 artigos sob os critérios de período e palavras-chave previamente estabelecidos. Foram aplicados dois filtros de leitura para a seleção dos artigos que comporiam a amostra final para análise. O primeiro filtro consistiu na leitura de título, resumo e palavras-chave dos artigos. Após essa primeira filtragem, foram excluídos 23 trabalhos da amostra original, uma vez que não se relacionavam ao objetivo de pesquisa que se pretende abordar neste estudo.

O segundo filtro consistiu na leitura adicional da introdução, metodologia, discussão e conclusão dos artigos. Após a aplicação desse segundo filtro, 26 artigos foram excluídos, tendo em vista que não exploravam diretamente a temática da transparência dos relatórios de sustentabilidade. A amostra final contou com um total de 27 artigos que foram lidos por completo para análise conceitual e teórica. Os resultados foram discutidos de forma crítica e seguindo a classificação metodológica proposta por Oliveira *et al.* (2017) em relação aos conceitos de transparência.

4. Apresentação e Discussão dos Resultados

Para identificar até que ponto os acadêmicos que investigam a transparência dos relatórios de sustentabilidade compartilham uma visão comum da definição, da função e das implicações desse constructo na padronização internacional dos relatórios de sustentabilidade, foi realizada uma revisão da literatura dos últimos cinco anos sobre a transparência na divulgação de relatórios de sustentabilidade. A busca de trabalhos se deu por meio do banco de dados Scopus. Foram revisadas as principais características conceituais abordadas nos artigos. Como esperado, foi possível identificar diferentes compreensões do conceito de transparência nos RS.

4.1 Análise Conceitual da Transparência em RS

Foi utilizada a tipologia proposta por Wehmeier e Raaz (2012) e adaptada por Melquiades Soares (2022) para a revisão dos artigos selecionados para análise e discussão. Na Figura 3, são apresentados os conceitos de transparência encontrados na literatura revisada. O modelo tem cinco enfoques conceituais: Ética, Eficiência e Efetividade, Comunicação, Legal e Desempenho Financeiro.

Resultado	Conceito atribuído à Transparência	Característica	Argumentos
Ética, Relacionamento com stakeholders (accountability)	Ética	Utiliza argumentos éticos, criação de políticas e programas específicos que incorporam a responsabilidade social.	Respeita as diferenças entre países e contextos. A transparência é uma questão de integridade e confiança.
	Comunicação e Relacionamento	Preocupa-se com o diálogo e as relações entre indivíduos e organizações. Foco no engajamento com <i>stakeholders</i> para conhecer suas demandas.	A informação é um bem público e, portanto, deve-se assegurar a participação democrática e acesso disponível periodicamente.
Comparabilidade da informação e controle (padronização)	Eficiência e eficácia	Aborda a relação entre transparência e desempenho do mercado. Foco nas informações relevantes para os investidores.	O desempenho de todos os países pode ser monitorado e comparado, através de uma metodologia única e acessível.
	Desempenho Financeiro	Apresenta um discurso no qual a transparência pode contribuir para aumentar os resultados financeiros.	Possível alinhamento entre os diferentes objetivos. Busca melhorar o desempenho financeiro e a sustentabilidade.
	Leis e Regulação	Exige a institucionalização da transparência através de políticas organizacionais ou governamentais.	Regulação da metodologia de elaboração de relatórios pelas empresas para garantir controle, clareza e conformidade

Fonte: adaptado de Wehmeier and Raaz (2012) e Melquiades Soares (2022).

Figura 3. Resultados encontrados

A maior parte dos artigos revisados utilizou os conceitos de maneira intercambiável, porém, a classificação de cada trabalho se deu pela discussão e pela conclusão dos resultados de cada um deles. Das cinco categorias utilizadas, foi possível identificar duas categorizações principais do constructo de transparência: i) Ética das divulgações, comunicação e relacionamento com *stakeholders*; e ii) Comparabilidade de informações e controle (ver Figura 3, coluna 1).

Alguns trabalhos (Cunha & Moneva, 2018; Calabrese *et al.*, 2019; Adel *et al.*, 2019; Crous *et al.*, 2020; Macellari *et al.*, 2020; Ionaşcu *et al.*, 2020; Perello-Marin, 2022; Tang & Higgins, 2022) investigaram como as organizações buscam melhorar seus relatórios para interação, diálogo e prestação de contas aos *stakeholders*. Tang e Higgins (2022), por exemplo, realizaram uma análise de conteúdo de relatórios de sustentabilidade das dez empresas de moda mais transparentes, de acordo com o Fashion Transparency Index 2020. Esse *ranking* inclui empresas de várias partes do mundo. O conceito de transparência utilizado pelos autores é que a transparência é uma decisão intencional de expor as atividades organizacionais (diversas) com o propósito de construir a confiança dos *stakeholders* e melhorar o processo de tomada de decisão. Ademais, os autores afirmam que a relação entre a transparência na comunicação de informações de sustentabilidade e a confiança dos *stakeholders* é bidirecional ou, em outras palavras, quanto maior a confiança gerada, maior também tende a ser a transparência.

Em outros trabalhos (Zsóka, & Vajkai, 2018; García-Sánchez *et al.*, 2020; Machado *et al.*, 2021; Murillo-Avalos *et al.*, 2021; Macellari *et al.*, 2021; Prisandani, 2022; Correa-Mejía, 2022; Hamilton & Waters, 2022; Perello-Marin, 2022), o conceito de transparência apresenta-se dependente da forma de divulgação das informações de sustentabilidade ou a não conformidade ao padrão de divulgação desses dados. Essa abordagem sugere que a padronização e a sistematização das divulgações em RS são necessárias para o alcance da transparência, e promovem a comparabilidade entre empresas. Essa ideia reforça a tendência de uma divulgação uniforme e institucionalizada, apesar de limitada. Embora existam diferenças relevantes quanto aos impactos organizacionais em âmbito social e ambiental em diferentes contextos e setores, alguns artigos (Zsóka, & Vajkai, 2018; Adel *et al.*, 2019; Murillo-Avalos *et al.*, 2021; Machado *et al.*, 2021; Hamilton & Waters, 2022; Soares, 2022) indicam a existência de uma demanda por uma padronização em relação ao que é, ou não, relevante, legítimo ou material, e que deve ser divulgado. Contudo, esse comportamento pode significar que as demandas de *stakeholders* mais poderosos continuem sendo supridas enquanto outras permanecem invisíveis. Nesse sentido, a transparência é uma maneira de se ver e de não se ver algo (Sarmiento & Larrinaga, 2021; Quattrone, 2022).

A forma não padronizada de divulgação de informações não financeiras, por outro lado, foi estudada por Hamilton e Waters (2022), considerando também empresas que não divulgaram as informações de sustentabilidade por meio de um *framework* como o GRI. Da mesma forma, o conceito de transparência está atrelado à comparabilidade para alcançar eficiência e eficácia e comunicação assertiva com os *stakeholders* mais relevantes para a organização (Dilling & Harris, 2018; Adel *et al.*, 2019), por meio do fornecimento de um mínimo de informação comparável. Entretanto, esses conceitos são usados de maneira intercambiável. Enfatizam-se que é impraticável que se espere que as organizações forneçam métricas significativas e completas sobre seus esforços de sustentabilidade sem qualquer orientação prévia. Nesses casos, a estrutura padrão guia as organizações, por meio de diretrizes preestabelecidas, ajudando-as a relatar os indicadores que atendam às expectativas mais urgentes e gerais e apresentem os seus esforços em prol da sustentabilidade por meio de uma estrutura concisa e comparável (Dilling & Harris, 2018).

Assim, foi identificada uma convergência a duas perspectivas centrais: “Ética e Relacionamento com *stakeholders*” e “Comparabilidade de informações e Controle”. Esse resultado pode estar relacionado tanto com a posição epistêmica dos pesquisadores, como com a possibilidade de que aspectos locais e contextuais podem não ser relevantes para alguns *stakeholders* específicos ao modelo de negócio das entidades analisadas.

Identificou-se que em parte dos artigos analisados (Ngu & Amran, 2018; Calabrese *et al.*, 2019; Crous *et al.*, 2020; Macellari *et al.*, 2021; Perello-Marin, 2022; Higgins, Tang, & Stubbs, 2020; Murillo-Avalos *et al.*, 2021; Tang & Higgins, 2022), os pesquisadores associam o relacionamento e a comunicação com *stakeholders* como aspecto fundamental para a transparência e comunicação de suas ações de sustentabilidade. Por meio do *feedback* dos *stakeholders*, as entidades procuram identificar a materialidade das informações a serem divulgadas, de forma a atender às demandas das partes mais importantes para a empresa. Nesse sentido, as pesquisas mostraram o engajamento corporativo para a obtenção de *feedback* mediante a abertura de canais via internet (além do relatório), ouvidorias, reuniões periódicas, entre outros meios.

Além de buscar atender às demandas de *stakeholders*, as empresas também precisam atender às demandas institucionais e, nesse sentido, os artigos discutiram as diferenças contextuais entre países que possuem divulgações obrigatórias e não obrigatórias. Os fatores institucionais como leis, regulamentos, políticas e fiscalização ou estágio de desenvolvimento econômico dos países podem ser determinantes para as divulgações mais transparentes ou não nos RS. No caso de países desenvolvidos, há evidências de que os RS obrigatórios contribuem para o aumento na responsabilidade social dos líderes empresariais, para a priorização do treinamento dos funcionários, para o aumento na implementação de práticas éticas, para a diminuição do suborno e da corrupção e para a melhoria da credibilidade social (Ioannou, & Serafeim, 2017). Porém, esses efeitos são bem observados em países com mecanismos de fiscalização eficazes, países onde o asseguramento de dados de sustentabilidade é mais frequente. Contrariamente ao cenário comumente vivenciado em países da América Latina, como o Brasil (Prates *et al.*, 2022).

Em ambos os contextos, de obrigatoriedade ou não da divulgação, o argumento-chave para justificar seu uso é a transparência. As entidades buscam alcançar um nível de transparência melhor do que possuem, seguindo algum modelo simplificado de divulgação, uniforme e sistemático, independentemente de especificidades locais, a fim de atender às demandas mais importantes. Apesar da heterogeneidade e da complexidade das informações de sustentabilidade, há na literatura argumentos que poderiam favorecer um maior nível de transparência e maior confiança pública nas divulgações de sustentabilidade por meio da verificabilidade da informação. O primeiro argumento é que a transparência é factível por meio de um *framework*, uma vez que os cálculos e indicadores utilizados também são divulgados (Murillo-Avalos *et al.*, 2021; Hamilton & Waters, 2022).

Outro argumento é o uso de serviços de auditoria ou asseguramento externo das informações. Cada vez mais entidades têm buscado algum tipo de serviço de asseguramento ou auditoria externa (Larrinaga *et al.*, 2018; García-Sánchez *et al.*, 2020; Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020). Porém, os resultados de Larrinaga *et al.* (2018) indicaram que a qualidade e a transparência da informação não aumentaram com essa prática. As informações são submetidas a uma análise de materialidade ainda controversa em relação ao que deve, ou não, ser divulgado (Unerman & Zappettini, 2014; Zsóka, & Vajkai, 2018; Calabrese *et al.*, 2019; Hess, 2019; Puroila, & Mäkelä, 2019; Machado *et al.*, 2021; Soares, 2022), além do fato de muitas delas não poderem ser verificadas, comparadas ou asseguradas, dada a complexidade e a amplitude das questões de sustentabilidade corporativa (Larrinaga *et al.*, 2018; Boiral & Heras-Saizarbitoria, 2020). Consequentemente, os esforços corporativos em questões de sustentabilidade podem ser auditados ou assegurados de forma limitada, podendo ser parcialmente complementados por instituições especializadas em questões específicas do modelo de negócio das entidades, como: rotulagens de produtos, fiscalização sanitária, dentre outros aspectos. Por ser limitado a cada empresa e atividade específica, esse tipo de asseguramento por partes pode contribuir para validar os esforços e revelar as estratégias corporativas nas questões de sustentabilidade, além de promover a quantificação de métricas individuais ao longo do tempo.

Como um passo inicial, a institucionalização da prática de divulgação dos RS reforçou a importância da responsabilidade social corporativa em questões críticas de sustentabilidade e gerou reflexão da sociedade e das instituições de forma geral. A emergência climática tem revelado que o desempenho socioambiental, antes considerado na literatura como algo de longo prazo, agora precisa ser de caráter urgente (Gray *et al.*, 1992; Österblom *et al.*, 2022). Porém, ainda que o curto prazo precise estar refletido na gestão corporativa sobre as questões de sustentabilidade, é importante enfatizar que a adoção de um relatório internacional homogêneo poderá garantir um mínimo de informação comparável, mas que não consegue atender ao conceito de transparência nem reflete as ações e estratégias corporativas que vão mais além dos indicadores estabelecidos, o que pode, inclusive, contribuir para acobertar ações corporativas irresponsáveis (Hess, 2019).

Na prática, os RS oferecem às entidades a oportunidade de ter uma boa imagem e, muitas vezes, de compensar consequências negativas de suas atividades ou gerenciar essa imagem (Agle *et al.*, 2008, Neu *et al.*, 1998). Larrinaga e Bebbington (2021) enfatizam que os RS são frequentemente dissociados das atividades corporativas, de tal forma que não estão cumprindo nenhum dos objetivos aos quais se destinam, nem em termos de gerar benefícios para empresas e acionistas, nem em termos de dar poder aos *stakeholders* e tornar as corporações responsáveis por seus impactos sociais e ambientais. No entanto, a responsabilidade social bem aplicada é um mecanismo de autocontrole corporativo e redução de custos. Em contextos em que há falha institucional de controle, esse autocontrole com foco em responsabilidade social e ambiental tem apresentado avanços importantes (Wood, 2008; Prates *et al.*, 2022).

Para evitar que o uso do RS seja distorcido, alguns autores indicaram a necessidade de ferramentas legais para que a transparência das informações divulgadas nos RS possa ser alcançada (Machado, 2021; Prisdani, 2022; Correa-Mejía, 2022; Hamilton & Waters, 2022; Perello-Marin, 2022) ao mesmo tempo que o efeito *greenwashing* possa ser mitigado (Hess, 2019; Hamilton & Waters, 2022). Nessa perspectiva, a divulgação precisaria ser institucionalizada coercitivamente, por meio de medidas legais acompanhadas de *enforcement*, principalmente para garantir *compliance*, clareza e controle das ações e divulgações corporativas em âmbito setorial.

Segundo Wood (Agle *et al.*, 2008), o governo é o veículo mais eficaz para implementar os controles sociais necessários em apoio à proteção ambiental, aos direitos humanos e à justiça. Na ausência de controles governamentais adequados – em que governos são fracos, autoritários ou corruptos, a responsabilidade social corporativa é um segundo melhor substituto para os interesses amplos das partes interessadas e da sociedade (Hess, 2019). Nesse sentido, a Teoria dos *stakeholders* e da responsabilidade social corporativa podem apontar a necessidade de controles sociais para incentivar os efeitos benéficos dos comportamentos institucionais e para regular ou evitar os efeitos prejudiciais (Agle *et al.*, 2008).

Dada a heterogeneidade que os relatórios de sustentabilidade naturalmente contêm, a transparência tende a ser também heterogênea. O papel informativo da Contabilidade pode ser diretamente afetado pelas limitações que as padronizações podem produzir, uma vez que os RS podem não revelar os impactos corporativos de forma específica, dentro de seu campo de atuação, modelo de negócio, comunidade e setor. Além disso, devido aos diferentes contextos, *stakeholders* e seus atributos, a transparência dos RS tende a ser sempre parcial, procurando atender às expectativas específicas e enfatizar os sucessos e desafios levantados pelos grupos mais relevantes. Nesse aspecto, tendo em vista a complexidade e a heterogeneidade que permeiam as informações de sustentabilidade, há a necessidade de que os RS mantenham alguma flexibilidade.

5. Conclusões

O objetivo deste estudo foi analisar criticamente se a pesquisa acadêmica possui um entendimento compartilhado do conceito de transparência e suas implicações. A demanda crescente por uma uniformização dos relatórios de sustentabilidade, com o argumento de aumentar a transparência e promover a comparabilidade de informações entre diferentes empresas e países, motivou a presente investigação.

A transparência dos relatórios de sustentabilidade não é algo trivial e, desde uma perspectiva crítica, identifica-se que a heterogeneidade e a complexidade desses relatórios limitam naturalmente a transparência, sua compreensão e a utilização desse constructo. Foi identificada a existência de diferentes entendimentos sobre o conceito de transparência a depender do foco e da contribuição prática de cada pesquisa. A consequência desse múltiplo entendimento gera confusão e afeta negativamente a transparência dos RS, tanto no que se refere às informações a serem divulgadas quanto aos resultados da produção científica da área contábil.

Este estudo traz uma visão alternativa sobre a aplicação do conceito de transparência nas pesquisas em contabilidade social e ambiental (SEA *accounting*). Essa reflexão é importante porque a comunidade científica acaba reproduzindo práticas e influenciando a constituição dessa demanda por uma uniformização de RS, o que gera implicações importantes para a contabilidade. Identificou-se que boa parte dos artigos analisados procurou verificar se as empresas estão atendendo, direta ou indiretamente, às demandas dos mercados de capitais. Nesse ponto, a pesquisa contemporânea revisada não priorizou um maior nível de transparência das informações nos relatórios de sustentabilidade, mas, sim, alguns grupos de *stakeholders*. Independentemente da relevância prática para esses grupos de *stakeholders* beneficiados pelo produto das investigações, essa tendência limita a abrangência e a transparência desses relatórios. Dessa forma, a transparência em RS é limitada pela complexidade das informações, relativa quanto ao contexto e às especificidades, e parcial, já que é direcionada a atender a grupos específicos.

A limitação da transparência dos RS é característica de sua essência, dada a complexidade que envolve, no sentido de mensurar os aspectos e impactos de biodiversidade e direitos humanos, por exemplo (Hess, 2019). Dessa forma, entende-se que é possível atingir um menor ou maior grau de transparência, a depender da incorporação da maior parte das interações organizacionais (independentemente das boas ou más notícias). Porém, a transparência é relativa e particular para cada organização, setor, país e contexto e, assim, o uso de um outro conceito para as divulgações de sustentabilidade poderia ser mais adequado.

Com relação à padronização a nível global, argumenta-se que é possível que os RS forneçam um nível mínimo de transparência. Porém, o fato de os grupos, suas exigências, contextos e entendimentos serem tão heterogêneos implica na necessidade de que os RS também sejam flexíveis e adaptáveis. Além disso, as práticas de divulgação padronizadas acabam influenciando a pesquisa contábil a não considerar outros aspectos de sustentabilidade não mensuráveis, e ser impulsionada por uma demanda mais forte de alguns grupos ou pela maior disponibilidade de dados. Um exemplo disso é que a academia permanece distante da realidade prática das empresas e seus impactos e responsabilidades sociais e meio ambientais. Isso se revela na medida em que os acadêmicos consideram transparente apenas o que já está estabelecido como relevante para ser visto nos relatórios (pela disponibilidade de dados mensuráveis, por exemplo), e supérfluas ou excessivas, as interações que promovem impactos sociais e ambientais relevantes, mas que estão ocultas porque não são mensuráveis ou não há regulação que exija a divulgação dessas informações em determinados contextos.

Outra implicação é que a academia acaba contribuindo para a institucionalização de uma transparência que é parcial, que atende às demandas específicas em detrimento da prestação de contas sobre os impactos e responsabilização das organizações. Nesse sentido, é importante que haja reflexão sobre o papel da academia: iremos reproduzir ou construir práticas no âmbito da sustentabilidade? Há impactos críticos, de determinados setores, que, muitas vezes, escapam aos padrões coletivos de divulgação e podem ser omitidos na evidenciação, como no caso da mineração (conflitos socioambientais). Assim, tipologias mais específicas podem contribuir, mais efetivamente, para uma evidenciação mais adequada, que deverá compor os relatórios de sustentabilidade e, conseqüentemente, melhorar o nível de transparência.

Estudos futuros podem contribuir para uma maior compreensão dos níveis de transparência das divulgações de sustentabilidade em diferentes países. Estudos comparativos em setores específicos podem revelar como a transparência é construída ou estabelecida na prática, considerando os diferentes contextos, *stakeholders* e aspectos institucionais locais. Um estudo comparativo entre a estrutura dos RS de empresas multinacionais e suas filiais em diferentes países cujos indivíduos, além de percepções diferentes, também têm valores e concepções diferentes da realidade do país de origem, poderia revelar aspectos e diferenças reforçadas pela atuação de outros grupos de *stakeholders* críticos e oferecer maior compreensão e percepção do nível de transparência dos relatórios.

Referências

- Adams, C. A., & Larrinaga, C. (2019). Progress: engaging with organizations in pursuit of improved sustainability accounting and performance. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2018-3399>
- Adel, C., Hussain, M. M., Mohamed, E. K., & Basuony, M. A. (2019). Is corporate governance relevant to the quality of corporate social responsibility disclosure in large European companies?. *International Journal of Accounting & Information Management*, 27(2), 301-332. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2017-0118>
- Agle, B. R., Donaldson, T., Freeman, R. E., Jensen, M. C., Mitchell, R. K., & Wood, D. J. (2008). Dialogue: Toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, 18(2), 153-190. <https://doi.org/10.5840/beq200818214>
- Băndoi, A., Bocean, C. G., Del Baldo, M., Mandache, L., Mănescu, L. G., & Sitnikov, C. S. (2021). Including sustainable reporting practices in corporate management reports: Assessing the impact of transparency on economic performance. *Sustainability*, 13(2), 940. <https://doi.org/10.3390/su13020940>
- Bebbington, J., Kirk, E. A., & Larrinaga, C. (2012). The production of normativity: A comparison of reporting regimes in Spain and the UK. *Accounting, Organizations and Society*, 37(2), 78-94. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2012.01.001>
- Bebbington, J., & Larrinaga, C. (2014). Accounting and sustainable development: An exploration. *Accounting, organizations, and society*, 39(6), 395-413. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.01.003>
- Boiral, O., & Heras-Saizarbitoria, I. (2020). Sustainability reporting assurance: Creating stakeholder accountability through hyperreality?. *Journal of Cleaner Production*, 243, 118596. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118596>
- Brown, J. (2009). Democracy, sustainability and dialogic accounting technologies: Taking pluralism seriously. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(3), 313-342. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2008.08.002>

- Buhr, N., Gray, R., & Milne, M. J. (2014). Histories, rationales, voluntary standards and future prospects for sustainability reporting: CSR, GRI, IIRC and beyond. In J. Unerman, B. O'Dwyer and J. Bebbington (eds) *Sustainability accounting and accountability*, (pp. 51-71) Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315848419>
- Burchell, S., Clubb, C., & Hopwood, A. G. (1985). Accounting in its social context: towards a history of value added in the United Kingdom. *Accounting, Organizations and Society*, 10(4), 381-413. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(85\)90002-9](https://doi.org/10.1016/0361-3682(85)90002-9)
- Calabrese, A., Costa, R., Levialdi Ghiron, N., & Menichini, T. (2019). Materiality analysis in sustainability reporting: A tool for directing corporate sustainability towards emerging economic, environmental and social opportunities. *Technological and Economic Development of Economy*, 25(5), 1016-1038. <https://doi.org/10.3846/tede.2019.10550>
- Cho, C. H., Laine, M., Roberts, R. W., & Rodrigue, M. (2015). Organized hypocrisy, organizational façades, and sustainability reporting. *Accounting, organizations and society*, 40, 78-94. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2014.12.003>
- Chung, J., & Cho, C. H. (2018). Current trends within social and environmental accounting research: a literature review. *Accounting Perspectives*, 17(2), 207-239. <https://doi.org/10.1111/1911-3838.12171>
- Crous, C., Owen, J. R., Marais, L., Khanyile, S., & Kemp, D. (2021). Public disclosure of mine closures by listed South African mining companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(3), 1032-1042. <https://doi.org/10.1002/csr.2103>
- Cunha, D. R., & Moneva, J. M. (2018). The elaboration process of the sustainability report: A case study. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20, 533-549. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v0i0.3948>
- Deegan, C. (2002). Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 282-311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- Deegan, C. M. (2019). Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-08-2018-3638>
- Dillard, J., & Brown, J. (2015). Broadening out and opening up: an agonistic attitude toward progressive social accounting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-09-2014-0055>
- Dilling, P. F., & Harris, P. (2018). Reporting on long-term value creation by Canadian companies: A longitudinal assessment. *Journal of Cleaner Production*, 191, 350-360. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.03.286>
- DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American sociological review*, 147-160. <https://doi.org/10.2307/2095101>
- Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro R2 (CPC). <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/>
- Freeman, R. E. (1984). Strategic management: a stakeholder approach, Pitman. Boston, MA. ISBN 9780521151740, 0521151740
- García-Sánchez, I. M., Rodríguez-Ariza, L., Aibar-Guzmán, B., & Aibar-Guzmán, C. (2020). Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the sustainable development goals?. *Business Strategy and the Environment*, 29(5), 2019-2036. <https://doi.org/10.1002/bse.2485>

- GRI. Global Reporting Initiative (2015). <https://www.globalreporting.org/>
- Gray, R. (1992). Accounting and Environmentalism: an exploration of the challenge of gently accounting for accountability, transparency and sustainability. *Accounting, organizations and society*, 17(5), 399-425. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90038-T](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90038-T).
- Gray, R., Walters, D., Bebbington, J., & Thompson, I. (1995). The greening of enterprise: an exploration of the (non) role of environmental accounting and environmental accountants in organizational change. *Critical perspectives on accounting*, 6(3), 211-239. <https://doi.org/10.1006/cpac.1995.1021>
- Gray, R., & Bebbington, J. (2001). *Accounting for the Environment*. Sage.
- Gray, R., & Laughlin, R. (2012). It was 20 years ago today: Sgt Pepper, accounting, auditing & accountability journal, green accounting, and the blue meanies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/09513571211198755>
- Grosbois, D., & Fennell, D. A. (2022). Determinants of climate change disclosure practices of global hotel companies: Application of institutional and stakeholder theories. *Tourism Management*, 88, 104404. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2021.104404>
- Gómez-Villegas, M., & Larrinaga, C. (2022). A critical accounting project for Latin America? Objects of knowledge or ways of knowing. *Critical Perspectives on Accounting*, 102508. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2022.102508>
- Guix, M., Font, X., & Bonilla-Priego, M. J. (2019). Materiality: stakeholder accountability choices in hotels' sustainability reports. *International Journal of Contemporary Hospitality Management*. <https://doi.org/10.1108/IJCHM-05-2018-0366>
- Hamilton, S. N., & Waters, R. D. (2022). Mainstreaming Standardized Sustainability Reporting: Comparing Fortune 50 Corporations' and US News & World Report's Top 50 Global Universities' Sustainability Reports. *Sustainability*, 14(6), 3442. <https://doi.org/10.3390/su14063442>
- Hess, D. (2019). The transparency trap: Non-financial disclosure and the responsibility of business to respect human rights. *American Business Law Journal*, 56(1), 5-53. <https://doi.org/10.1111/ablj.12134>
- Higgins, C., & Larrinaga, C. (2014). Sustainability reporting: Insights from institutional theory. In J. Unerman, B. O'Dwyer and J. Bebbington (eds), *Sustainability accounting and accountability*, (pp. 273-285). Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781315848419>
- Higgins, C., Tang, S., & Stubbs, W. (2020). On managing hypocrisy: The transparency of sustainability reports. *Journal of Business Research*, 114, 395-407. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.08.041>
- IFRS. International Financial Reporting Standards (2021). *General Sustainability-related Disclosures*. <https://www.ifrs.org/projects/work-plan/general-sustainability-related-disclosures/#about>
- Ionaşcu, E., Mironiuc, M., Anghel, I., & Huian, M. C. (2020). The involvement of real estate companies in sustainable development—An analysis from the SDGs reporting perspective. *Sustainability*, 12(3), 798. <https://doi.org/10.3390/su12030798>
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School research working paper*, (11-100). <https://ssrn.com/abstract=1799589>
- Ikpor, I. M., Bracci, E., Kanu, C. I., Ievoli, R., Okezie, B., Mlanga, S., & Ogbaekirigwe, C. (2022). Drivers of Sustainability Accounting and Reporting in Emerging Economies: Evidence from Nigeria. *Sustainability*, 14(7), 3780. <https://doi.org/10.3390/su14073780>
- Laine, M., Tregidga, H., & Unerman, J. (2021). *Sustainability accounting and accountability*. Routledge. <https://doi.org/10.4324/9781003185611>

- Larrinaga, C., Rossi, A., Luque-Vilchez, M., & Núñez-Nickel, M. (2020). Institutionalization of the contents of sustainability assurance services: A comparison between Italy and the United States. *Journal of Business Ethics*, 163(1), 67-83. <https://doi.org/10.1007/s10551-018-4014-z>
- Larrinaga, C., & Bebbington, J. (2021). The pre-history of sustainability reporting: a constructivist reading. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-03-2017-2872>
- Larrinaga, C., & Senn, J. (2021). Norm development in environmental reporting. *Routledge handbook of environmental accounting*, 137-150. <https://doi.org/10.4324/9780367152369>
- Larrinaga, C. (2023). Contabilidade sustentável: as abordagens ESG não são suficientes. *Revista Contabilidade & Finanças*, 34, e9042. <https://doi.org/10.1590/1808-057x20239042.pt>
- Llewellyn, S. (1994). Managing the boundary: how accounting is implicated in maintaining the organization. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*. <https://doi.org/10.1108/09513579410069821>
- Macellari, M., Yuriev, A., Testa, F., & Boiral, O. (2021). Exploring bluewashing practices of alleged sustainability leaders through a counter-accounting analysis. *Environmental Impact Assessment Review*, 86, 106489. <https://doi.org/10.1016/j.eiar.2020.106489>
- Machado, B. A. A., Dias, L. C. P., & Fonseca, A. (2021). Transparency of materiality analysis in GRI-based sustainability reports. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 570-580. <https://doi.org/10.1002/csr.2066>
- Massaro, M., Dumay, J., & Guthrie, J. (2016). On the shoulders of giants: undertaking a structured literature review in accounting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 29(5), 767-801. . <https://doi.org/10.1108/AAAJ-01-2015-1939>
- Melchades Soares, A. (2022). Climate change framing in the communication of CSR policies: the Secil Group example. *Journal of Communication Management*. <https://doi.org/10.1108/JCOM-04-2022-0048>
- Meyer, J. W., & Rowan, B. (1977). Institutionalized organizations: Formal structure as myth and ceremony. *American Journal of Sociology*, 83(2), 340-363. <http://www.jstor.org/stable/2778293>.
- Murillo-Avalos, C. L., Cubilla-Montilla, M., Celestino Sánchez, M. Á., & Vicente-Galindo, P. (2021). What environmental social responsibility practices do large companies manage for sustainable development?. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(1), 153-168. <https://doi.org/10.1002/csr.2039>
- Nakagawa, M. (2007). Accountability: a razão de ser da contabilidade. *Revista Contabilidade & Finanças*, 18, 7-7. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000200001>
- Ngu, S. B., & Amran, A. (2018). Materiality disclosure in sustainability reporting: Fostering stakeholder engagement. *Strategic Direction*, 34(5), 1-4. <https://doi.org/10.1108/SD-01-2018-0002>
- Neu, D., Warsame, H., & Pedwell, K. (1998). Managing public impressions: environmental disclosures in annual reports. *Accounting, organizations and society*, 23(3), 265-282. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(97\)00008-1](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(97)00008-1)
- Nijhof, A., Bakker, M., & Kievit, H. (2019). The role in encroachment of the sustainability aspects of value propositions. *European Journal of Marketing*, 53(10), 2126-2145. <https://doi.org/10.1108/EJM-11-2017-0879>
- Oliveira Mrtvi, V., Westphal, F. K., Bandeira-de-Mello, R., & Feldmann, P. R. (2017). Business games: approaches to the phenomenon, theoretical and methodological/Jogos de empresas: abordagens ao fenômeno, perspectivas teóricas e metodológicas. *RAC-Revista de Administração Contemporânea*, 21(1), 19-41. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2017150212>

- Österblom, H., Bebbington, J., Blasiak, R., Sobkowiak, M., & Folke, C. (2022). Transnational corporations, biosphere stewardship, and sustainable futures. *Annual Review of Environment and Resources*, 47, 609-635. <https://doi.org/10.1146/annurev-environ-120120-052845>
- Owen, D., Gray, R., & Adams, C. (2014). *Accountability, social responsibility and sustainability: Accounting for society and the environment*. Pearson Higher Ed. ISBN 978-0-273-68138-0
- Prates, J. C. R., Magalhães, A. S., Prates, T. M., & Avelino, B. C. (2022). How Different and How Alike? Cluster Analysis Applied to Greenhouse Gas Emissions Inventory Data From Companies Listed on the Brazilian Stock Exchange. *Revista de Gestão Social e Ambiental-RGSA*, 16(2), e02924-e02924. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v16n2-005>
- Puroila, J., & Mäkelä, H. (2019). Matter of opinion: Exploring the socio-political nature of materiality disclosures in sustainability reporting. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 32(4), 1043-1072. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-11-2016-2788>
- Quattrone, P. (2022). Seeking transparency makes one blind: how to rethink disclosure, account for nature and make corporations sustainable. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 35(2), 547-566. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-04-2021-5233>
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An application of stakeholder theory. *Accounting, organizations and society*, 17(6), 595-612. [https://doi.org/10.1016/0361-3682\(92\)90015-K](https://doi.org/10.1016/0361-3682(92)90015-K)
- Salancik, G. R., & Pfeffer, J. (1974). The bases and use of power in organizational decision making: The case of a university. *Administrative science quarterly*, 453-473. <https://doi.org/10.2307/2391803>
- Sarmiento, H. J., & Larrinaga, C. (2021). De otro mundo y en otra lengua. Informes de sostenibilidad sin conflictos ambientales ni pueblos originarios. *Innovar: Revista de ciencias administrativas y sociales*, 31(82), 87-106. <https://doi.org/10.15446/innovar.v31n82.98418>
- Tang, S., & Higgins, C. (2022). Do Not Forget the “How” along with the “What”: Improving the Transparency of Sustainability Reports. *California Management Review*, 65(1), 44-63. <https://doi.org/10.1177/00081256221094876>
- Zsóka, Á., & Vajkai, É. (2018). Corporate sustainability reporting: Scrutinising the requirements of comparability, transparency and reflection of sustainability performance. *Society and Economy*, 40(1), 19-44. <https://doi.org/10.1556/204.2018.40.1.3>
- Wehmeier, S., & Raaz, O. (2012). Transparency matters: The concept of organizational transparency in the academic discourse. *Public Relations Inquiry*, 1(3), 337-366. <https://doi.org/10.1177/2046147X12448580>
- Rodada 1: Recebido em 4/03/2024. Aceito em 5/03/2024 por Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima, Doutor (Editor). Publicado em XX/XX/24. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

Diretrizes aos Autores

1. Regras para submissão de artigos

Para submissão de artigos à Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade - REPeC, os autores devem seguir as normas e critérios definidos pela REPeC. A partir de Janeiro de 2013 são seguidas as normas da *American Psychological Association* (APA) no que se refere às citações e referências bibliográficas. Serão rejeitadas as submissões que não estiverem de acordo com as normas.

Os artigos submetidos à Revista devem ser inéditos, ou seja, não terem sido publicados ou enviados a outro periódico.

Os artigos podem ser redigidos em português ou inglês, com no mínimo 5.000 e máximo 9.000 palavras, incluindo tabelas, figuras, notas e referências. São permitidos, no máximo, 5 (cinco) autores por artigo. Todos os artigos aprovados serão traduzidos e publicados nas duas línguas: português e inglês.

Os artigos que contiverem Tabelas ou Figuras, estas devem estar em formato que permitam ser editadas. Caso algumas dessas Tabelas ou Figuras tenham sido importadas de outros programas, como Excel, Power Point etc., deve ser enviado também o arquivo de origem como Arquivo Complementar.

Não usar expressões como id., ibid., op. cit., loc. cit. e assemelhadas, ou notas de referência e de rodapé. São admitidas notas no final do texto, no entanto, devem ser evitadas.

A submissão dos artigos deve ser de forma eletrônica pelo site www.repec.org.br. Ao final da submissão será enviada mensagem eletrônica por e-mail com a confirmação do recebimento do artigo.

2. Conteúdo e formatação dos artigos

Para submissão, os artigos devem conter:

- o **título** no idioma de origem do artigo (português ou inglês) sem identificação do(s) autor(es);
- um **resumo** no idioma de origem do artigo (português ou inglês) em no mínimo 150 e máximo de 200 palavras, espaço simples entre linhas, composto pelos seguintes elementos, conforme Quadro abaixo: **Objetivo**, **Método**, **Resultados** e **Contribuições**. Ao final do resumo devem ser inseridas de **três a cinco palavras-chave**;

Objetivo: este estudo teve o objetivo de investigar a relevância da educação e da pesquisa em contabilidade para o crescimento da economia brasileira durante a primeira década do século XXI.

Método: na coleta de dados para a sua realização, este estudo contou com um questionário estruturado elaborado a partir da literatura pertinente, o qual foi testado e aplicado a uma amostra de contadores e empresários brasileiros durante o ano de 2017. Na análise desses dados foi realizada uma análise de conteúdo e utilizados testes estatísticos para o estabelecimento de relações entre as respostas obtidas.

Resultados: os principais achados deste estudo indicam que a ampliação da educação e da pesquisa em contabilidade no Brasil foi essencial para o crescimento da economia, de acordo com a percepção dos respondentes, embora ainda haja a impressão de que é necessário que contadores e empresários façam melhor uso das informações contábeis.

Contribuições: do ponto de vista acadêmico, as evidências desta pesquisa contribuem com o preenchimento de uma importante lacuna existente na literatura nacional. No que se refere ao mercado, contribuem ao fornecer evidências de que, apesar de haver percepção de relevância, ainda é preciso que seus usuários façam melhor uso das informações da contabilidade.

Palavras-chave: Educação; Pesquisa; Contabilidade.

- o artigo propriamente dito redigidos em português ou inglês, com no mínimo 5.000 e máximo 9.000 palavras, incluindo tabelas, figuras, notas e referências.
- as páginas dos artigos devem estar devidamente numeradas no canto superior direito, digitadas em editor de texto Word for Windows, nas seguintes condições:
 - papel formato A4 (210 x 297 mm);
 - fonte Times New Roman, tamanho 12;
 - espaço entre linhas: simples;
 - entrada de parágrafo: 1,25;
 - margens: superior 3cm, inferior 2cm, esquerda 3cm, direita 2cm;
 - tabelas e figuras em fonte Times New Roman, tamanho 10;
 - as citações e referências devem obedecer as normas atuais da APA (*American Psychological Association*).

3. Tabelas e Figuras¹

As tabelas e figuras devem ser usadas nos artigos sempre que suas informações tornarem a compreensão do texto mais eficiente, sem que haja repetição das informações já descritas no texto.

3.1 Tabelas

A tabela normalmente deve mostrar valores numéricos ou informação textual organizados em uma exposição ordenada de colunas e linhas. **Qualquer outra demonstração textual deve ser caracterizada como figura.**

A tabela deve ser apresentada com suas informações de forma visível e suficientes para sua compreensão e deve ser formatada da seguinte forma:

¹ Grande parte dessas orientações foi adaptada do Manual de Submissão da Revista de Administração Contemporânea – RAC, disponível em www.anpad.org.br.

Editor de tabelas	Word for Windows 97 ou posterior. Caso os autores tenham elaborado suas tabelas no programa Excel ou similares, por favor refaçam as tabelas utilizando o recurso em Word
Fonte	Times New Roman, tamanho 10
Espaçamento entre linhas	Simple
Espaçamento antes e depois	3 pt
Cores em tabelas	Utilizar apenas as cores preto e branco (escala de cinza)
Título	O título de tabela precisa ser claro e explicativo. Ele deve ser colocado acima da tabela, no canto superior esquerdo, e na linha seguinte, logo abaixo da palavra Tabela (com a inicial maiúscula), acompanhada do número que a designa. As tabelas são apresentadas com números arábicos de forma sequencial e dentro do texto como um todo. Ex.: Tabela 1, Tabela 2, Tabela 3 etc
Citação de tabelas	Ao citar tabelas no corpo do texto escrever apenas o número referente à tabela, por exemplo: Tabela 1, Tabela 2, Tabela 3 etc. (a palavra 'Tabela' deverá ser apresentada com a primeira letra maiúscula). Nunca escreva 'tabela abaixo', 'tabela acima' ou ainda, 'tabela da página XX', pois a numeração das páginas do artigo pode alterar-se durante sua formatação
Notas de tabelas	A fonte utilizada nas notas da tabela deve ser Times New Roman, tamanho 10, espaçamento simples. As notas devem ser descritas no rodapé da tabela e servem para indicar a Fonte das informações da tabela, além de outras informações importantes para o entendimento da tabela.

3.2 Figuras

A figura deve evidenciar um fluxograma, um gráfico, uma fotografia, um desenho ou qualquer outra ilustração ou representação textual.

A figura deve ser apresentada com suas informações de forma visível e suficientes para sua compreensão e deve ser formatada da seguinte forma:

Fonte	Times New Roman, tamanho 10
Cores em figuras	Utilizar apenas as cores preta e branca (escala de cinza)
Formato	Encaminhar as figuras em formato editável
Título	Explica a Figura de maneira clara e objetiva. O título deve ser colocado sob a figura e numerado com números arábicos de forma sequencial, precedido pela palavra Figura (com a inicial maiúscula). Ex.: Figura 1, Figura 2, Figura 3, etc. Depois do título, quaisquer outras informações necessárias para esclarecimentos da figura ou fonte devem ser acrescidas como Nota
Legenda	A legenda é a explicação dos símbolos utilizados na figura e deve ser colocado dentro dos limites da figura
Tamanho e proporção	As figuras devem ajustar-se às dimensões do periódico. Portanto uma figura deve ser elaborada ou inserida no artigo de modo a poder ser reproduzida na largura de uma coluna ou página do periódico em que ele será submetido
Citação no corpo do texto	Ao citar uma figura no corpo do texto escreva apenas o número referente a figura, por exemplo: Figura 1, Figura 2, Figura 3 etc. (a palavra 'Figura' deverá ser apresentada com a primeira letra em maiúsculo). Nunca escreva 'figura abaixo', 'figura acima', ou ainda, 'figura da página XX', pois a numeração das páginas do artigo pode-se alterar durante sua formatação

4. Citações e Referências

Para a versão completa das normas de citações e referências de acordo com a APA (American Psychological Association), acesse <http://www.repec.org.br/index.php/repec/article/view/1607/1237>.