

repec

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Journal of Education and Research in Accounting

REPeC, Brasília, v. 18, n. 2, abr./jun. 2024

Disponível online em www.repec.org.br

DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v18i2>

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
Patricia 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

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 segundo número do ano de 2024. Início essa carta parabenizando os artigos que serão publicados nesta edição e agradecendo à editora Iracema Neves e aos professores Andson Braga e Jacqueline Veneroso pelo editorial apresentado.

O editorial é um artigo escrito pelos doutores Iracema Neves, Andson Braga e Jacqueline Veneroso, que fazem uma homenagem ao prof. dr. Gilberto Martins, há um ano de sua Páscoa e no mês que ele completaria 76 anos. Sei disso porque minha filha mais velha faz aniversário no mesmo dia, 9 de junho. Aliás, interessante que tenho dois filhos que têm a mesma data de nascimento de professores da USP! Voltando ao editorial, seria injusto da minha parte não trazer essa memória, pois o professor Gilberto é “culpado” por uma grande e frutífera fase de transição na pesquisa brasileira, o que fomentou vários programas de pós-graduação no Brasil, por seu jeito crítico, ácido, mas paterno e inovador. Difícil sempre não escutar os dois lados de uma mesma história.

Começamos com o artigo escrito por Monize Ramos do Nascimento e Rodrigo de Souza Gonçalves. Neste artigo, os autores investigam se em períodos anteriores a fraudes corporativas ocorre aumento no volume de gerenciamento de resultados. De modo geral, os dados demonstram que as empresas que se envolveram em fraudes gerenciam mais do que aquelas que não se envolveram, porém não foi possível identificar o período exatamente anterior ao cometimento da fraude.

O segundo artigo é escrito pelos autores Lua Syrma Zaniah Santos, Caio Lucas Nadone, Carlos José dos Santos e Jacqueline Veneroso. Aqui, o objetivo é analisar o comportamento dos estudantes de pós-graduação stricto sensu em Contabilidade quanto à autorregulação da aprendizagem no ambiente do Ensino Remoto Emergencial (ERE). Os resultados evidenciaram que os estudantes fizeram uso do mecanismo de autorregulação da aprendizagem no ambiente de ERE, em um nível considerado como moderado. A dimensão de estruturação do ambiente obteve a maior média de pontos no nível de adoção das estratégias de autorregulação da aprendizagem, indicando que os estudantes obtiveram maiores inquietações relacionadas ao local do estudo, de modo a dirimir distrações e a torná-lo mais confortável.

O terceiro artigo é escrito por Lorena Almeida Campos e José Alves Dantas e tem como objetivo examinar o comportamento da carga efetiva de tributos sobre o lucro dos bancos brasileiros, comparando proxies da Effective Tax Rate (ETR) no curto e no longo prazo. Os testes com dados de 2000 a 2022 demonstram que a ETR varia entre 26% e 48%, em termos médios, conforme proxy e prazo de mensuração. Os resultados sugerem que os bancos utilizam estratégias de planejamento tributário e conseguem diferir o pagamento dos tributos no longo prazo. As medidas Gaap mostraram-se indicadas na análise da agressividade tributária, por não estarem influenciadas pelos efeitos das diferenças temporais.

O quarto artigo é escrito por Raquel Ramos, Josete Florencio e Adriana Vasconcelos. Este artigo identificou como os mecanismos de governança corporativa adotados pelas pequenas e médias empresas que compõem o Arranjo Produtivo Local (APL) de confecções do Agreste de Pernambuco influenciam na sua estrutura de capital. Os resultados revelaram que das 28 assertivas que descreveram as práticas de governança (transparência, prestação de contas e conselho), 16 delas (57,14%) são adotadas pelas empresas pesquisadas. As variáveis significativas no modelo foram a transparência e a prestação de contas, mostrando indícios de que esses mecanismos influenciam na estrutura de capital, ou seja, podem facilitar na obtenção de dívida com terceiros (bancário), especialmente de longo prazo.

O quinto artigo é escrito por Lauren Venturini, Suliani Rover, José Alonso Borba e Leonardo Flach. Este estudo analisa o impacto do fluxo de caixa livre e da propriedade estatal no Earnings Response Coefficient (ERC) no mercado de capital brasileiro. Os resultados mostram que a informação contábil do fluxo de caixa livre possui implicações marginais relevantes no coeficiente de resposta aos lucros, bem como a propriedade estatal. A interação entre o fluxo de caixa livre e a propriedade estatal reforça que o aumento de lucros inesperados se deve à presença desses dois elementos.

O sexto artigo é escrito por Sady Mazzioni, Lauriany Kisata e Cristian Baú Dal Magro. Este analisa a influência das características da estrutura de propriedade e do desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) no engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), em companhias abertas participantes do mercado acionário do Brasil. Os achados mostram um impacto consistente dos aspectos ESG no engajamento com os ODS. Outros fatores como tamanho da empresa, verificação externa dos relatórios de sustentabilidade, presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial e adesão ao Pacto Global são preponderantes para adesão aos ODS. Empresas com maior proporção de investidores institucionais se envolvem menos com os ODS, contudo, quando essas empresas possuem elevado desempenho em ESG intensificam o engajamento com os ODS.

Gostaria de sempre relatar que a REPeC não é uma publicação ligada apenas à área de educação, mas a várias, como mostrado em seus objetivos: financeira, gerencial, pública, auditoria, tributos, entre outras áreas.

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

Muito obrigado, novamente, aos leitores e espero que desfrutem desta nova edição.

Saudações acadêmicas.

Gerlando Lima, PhD.
Editor-Chefe.

Ser Gilberto Martins: humano e pesquisador

Iracema Neves

<https://orcid.org/0000-0002-7419-2127>

Jacqueline Veneroso Alves da Cunha

<https://orcid.org/0000-0002-0577-7340>

Andson Braga de Aguiar

<https://orcid.org/0000-0003-4034-4134>

1. Recortes da vida de Gilberto Martins¹

Filho de comerciantes de classe média baixa, Gilberto de Andrade Martins, nascido em 9 de junho de 1947, passou a infância na Vila Alpina, bairro operário da periferia de São Paulo, que, segundo o próprio Gilberto, lhe ofereceu “uma infância **bastante interessante, com uma possibilidade imensa** de brincar, de entender a vida...” (Martins, 2010, grifo nosso).

Diante da impossibilidade de deixar qualquer patrimônio, os pais de Gilberto creditaram toda a confiança nos investimentos relacionados ao conhecimento, o que culminou na sua primeira conquista: bacharelado e licenciatura em Matemática pela Faculdade de Filosofia Ciências e Letras de Santo André (FFCLSA), 1970 (Martins, 2022). Em seguida, Gilberto tornou-se professor da primeira série ginásial, que equivale ao sexto ano, atual Ensino Fundamental I – um contingente de 28 turmas, constituídas por aproximadamente 30 alunos, entre 10 e 11 anos de idade (Martins, 2010). A esse respeito, ele declara: “Foi uma experiência agradável conviver com **aquela meninada, um tempo muito feliz em que a moçada era mais respeitosa** com os professores” (Martins, 2010, grifo nosso).

Com o objetivo de ministrar aulas no ensino superior, Gilberto Martins fez mestrado e doutorado em Administração de Empresas, em 1980 e 1986, respectivamente, pela Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo – FEA/USP (Martins, 2022). Após a obtenção dessas formações, Gilberto, que já ministrava aulas de Metodologia da Pesquisa em trabalho voluntário vinculado a outro departamento, é aprovado no concurso para Professor Titular da FEA/USP (Martins, 2010). Em 1994, também pela FEA/USP, torna-se livre-docente com o trabalho intitulado “Epistemologia da Pesquisa em Administração” (Martins, 2022). Sobre a sua chegada à FEA/USP, Gilberto declara: “Então, quando eu venho para cá com a experiência que vive lá, **de passar uma dificuldade terrível** e (...) aqui com uma **certa tranquilidade** (...) **‘um colchão um pouco mais macio; modéstia à parte, eu deitei e rolei, né!’** (Martins, 2010, grifo nosso).

¹ As informações inseridas nesta seção foram extraídas de vídeos do YouTube, citados nas referências deste texto.

A declaração acima retrata, de maneira bem-humorada, o que significou a chegada do professor Gilberto Martins à FEA – uma faculdade que continuou a oferecer apoio humano e que detinha os recursos financeiros necessários para consolidar seus projetos. Dentre as suas determinantes iniciativas destacam-se o lançamento do Seminário USP de Contabilidade (2001), atualmente denominado USP *International Conference on Accounting*, em sua 24ª edição, e as Discussões Metodológicas. Ademais, não se pode perder de vista sua fundamental contribuição à pesquisa científica, por meio de livros com ênfase em aspectos metodológicos e epistemológicos, influenciando diferentes gerações de pesquisadores da área. Gilberto foi amplamente reconhecido como uma das principais referências de pesquisa em Contabilidade no Brasil. “Ele foi o responsável pelo rumo que a pesquisa em Contabilidade tomou na FEA e fora dela, a partir dos anos 2000, quando tornou-se referência em Metodologia da Pesquisa Científica e em Epistemologia na Área de Contabilidade” (Luna, 2023).

Gilberto Martins possuía trânsito fácil e elegante pelas diversas nuances nas pesquisas em Ciências Contábeis, pode-se creditar esse fato à sua formação *sui generis*, dado que se graduou em Matemática e concluiu mestrado e doutorado em Administração. Dotado de conhecimento privilegiado, Gilberto Martins circulou por temáticas inusitadas/significativas, tanto para a escrita de artigos quanto para guiar suas orientações de mestrado e doutorado, favorecendo que inovações pudessem ocorrer na pesquisa em Contabilidade no Brasil. Além do foco em educação e pesquisa, Gilberto atuou na Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (Fipecafi) como vice-diretor presidente e diretor de Pesquisa; no Departamento da FEA/USP, foi membro da Comissão para Bancas de Livre-docência, presidente da Comissão de Graduação e membro da Comissão de Revalidação de Diplomas. Coordenou o curso de graduação em Ciências Contábeis e foi editor-chefe da Revista Contabilidade & Finanças, dentre outras funções administrativas de destaque (Martins, 2022).

Em 14 de março de 2023, o Brasil recebeu a inesperada notícia do falecimento de Gilberto Martins, após aproximados 22 anos de dedicação ao trabalho como professor titular do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA/USP (Luna, 2023).

(...) grande professor e pesquisador, que será lembrado por seu pioneirismo, dedicação e generosidade. Gilberto Martins estava sempre de portas abertas para receber e orientar seus “filhos acadêmicos” e qualquer estudante de pós-graduação que buscasse a orientação dele visando melhorar a qualidade de sua dissertação, tese ou projeto de pesquisa (Luna, 2023).

Atributos como brilhantismo, coerência, competência, intensidade e seriedade são intrinsecamente relacionados ao seu perfil profissional: o brilhantismo é inerente à percepção muito além do aparente – a sua trajetória de vida atrelada à sua capacidade intelectual condensava um texto (escrito ou falado) profundo e inquietante; a coerência refere-se ao fato de que suas contribuições sempre foram oportunas e conexas, tanto no delinear do tempo quanto nas suas ações; já a percepção da sua competência decorre da capacitação/do preparo para o desempenho de seus projetos; a intensidade se evidencia no “oferecer muito e o melhor de si” em prol do desenvolvimento intelectual de uma massa; a seriedade, que não atenua o seu jeito bem-humorado e irreverente de explicar, se reflete nos projetos realizados e nos frutos deles decorrentes – a exemplo das suas produções intelectuais em forma de congressos, periódicos, livros e discussões metodológicas. Quando questionado sobre a trajetória de vida que explicava o compêndio humano e profissional que do indivíduo Gilberto Martins esse respondia:

Eu credito isso (...) a uma formação num bairro operário e à formação num instituto isolado [FFCLSA]. Essas coisas me deram um **aprendizado extraordinário**, então eu brincava com meu pai e falava: ‘olha, tudo bem, eu me **orgulho terrivelmente** de ser professor da USP, doutor... Agora, **academia aqui da Vila Alpina me inspirou bastante**’. (Martins, 2010, grifo nosso).

O conhecimento robusto e as suas convicções, que propiciavam a emersão de seu temperamento, foram eternizados mediante palestras, aulas, publicações que instigavam o público ouvinte acerca dos temas abordados – suas palavras provocavam interesse ou incômodo, ou seja, um verdadeiro “ame ou odeie”:

É muito raro na universidade, **uma coisa estúpida que ocorre, entre outras**, é que cada um fica **nos seus feudos**, não há intercâmbio entre os departamentos, **eles são “ilhas” e nem formam arquipélagos. É isso que é a pior coisa...** E aí, eu acho que fui um dos primeiros, eu acho que houve um outro caso, só dois casos na história da FEA que tem 70 anos, de mudar de departamento. (Martins, 2010, grifo nosso).

Percebe-se, pela sua trajetória, que Gilberto jamais desvinculava o indivíduo cidadão/ser social daquele que constitui o profissional/ser científico e considerava que a pesquisa é também resultado da interação do homem como o contexto social em que esse se insere e se relaciona, com o aprendizado que constrói por meio de leituras. “(...) ler bons livros é capacitar-se para ler a vida (...). **Que bom ler a vida!** É isso que a gente faz desde criança (...). Os olhares são diferentes, mas nós continuamos lendo a vida” (Martins, 2014, grifo nosso). Gilberto de Andrade Martins foi um ser humano ímpar e todos aqueles que tiveram a oportunidade de conhecê-lo levam em si marcas das suas palavras que enriquecem, tanto a formação pessoal quanto acadêmica.

2. Elementos de energia na fala e no pensamento em Gilberto Martins

O indivíduo possui traços básicos, geralmente contínuos, que se expressam nas características formais de reações e comportamento a que Strelau (1998, p. 165) denomina temperamento. Em outras palavras, o autor nos permite depreender que o conjunto das reações imediatas que acontecem com significativa constância caracterizam esse temperamento.

Todavia, não existe consenso sobre conceito de temperamento e há estudiosos que o entendem como sinônimo de personalidade. A “expressão ‘personalidade’ é tão ampla em seu significado ou, melhor, tão vaga, que praticamente cada psicólogo a entende do seu modo” (Pasquali, 2000, p. 4), porém, Leontiev (2014) considera que a personalidade sofre influência de variáveis externas e resulta no “processo de amadurecimento dos traços genotípicos sob a influência do ambiente social” (p. 97), caracteriza, portanto, um tipo específico que se forma na totalidade da vida – dessa maneira, o temperamento torna-se um dos elementos constituintes da personalidade.

Mesmo diante das divergências conceituais sobre o sentido do termo “temperamento”, bem como do fato de que um indivíduo pode apresentar combinação de traços de diferentes temperamentos, os estudiosos são unânimes no tocante à utilidade e à existência de elementos de energia vinculados à fala e ao pensamento – intensidade, atividade, ritmo de movimento e vigor – que o torna evidente (Barclay, 1991). Assim, assume-se neste texto o posicionamento de que atributos vinculados a um temperamento podem ser evidenciados no discurso, falado ou escrito. Sem vislumbrar qualquer diagnose clínica, o gráfico dos quatro temperamentos de Eysenck (1967/2006), que contém os elementos característicos correlatos recorrentes na linguagem musical, adaptado de Camargo e Salles (2016), será utilizado para identificar, em expressões ou palavras do discurso de Gilberto Martins, traços de temperamento(s).

A Figura 1 apresenta os quatro temperamentos primários de Galeano desenvolvidos por Eysenck (1967/2006). Para esse autor, o sanguíneo caracteriza-se como sociável, indolente, descuidado, agitado e contido; o melancólico é angustiado, ansioso, sério, pensativo, lamentoso e desconfiado; define-se o colérico como afetado, egocêntrico, exibicionista, exaltado, histriônico e ativo. O fleumático, por sua vez, é razoável, controlado, com princípios arraigados, persistente, estável e tranquilo. Ao analisar a referida figura, adaptado de Camargo e Salles (2016), percebe-se que há traços vinculados a um temperamento específico – a exemplo de ardente, explosivo e exagerado, que são vinculados ao temperamento colérico ou relaxado, tranquilo, calmo e contemplativo, vinculados ao fleumático – e outros que são localizados em zonas limítrofes desses evidenciado intervenção em ambos.

Segundo Lester (1990), os temperamentos coléricos, sanguíneo, fleumático e melancólico fazem emergir características sobressalentes nos indivíduos: sanguíneos são bem-humorados; coléricos são facilmente irritáveis; melancólicos indivíduos tristes e fleumáticos cronicamente cansados e lentos. Para Pasquali (2000), entusiasmo, otimismo, companheiro, hedonismo, impulsividade e volubilidade são traços vinculados ao sanguíneo; reflexão, fidelidade, autoconfiança, hostilidade, melancolia e depressão são traços percebidos em melancólicos; persistência, liderança, organização, coragem, tirania, teimosia, intolerância, insensibilidade e impaciência, delimitam o colérico; já calma, humor, paciência, inação, indiferença, gozação e sarcasmo determinam o fleumático.

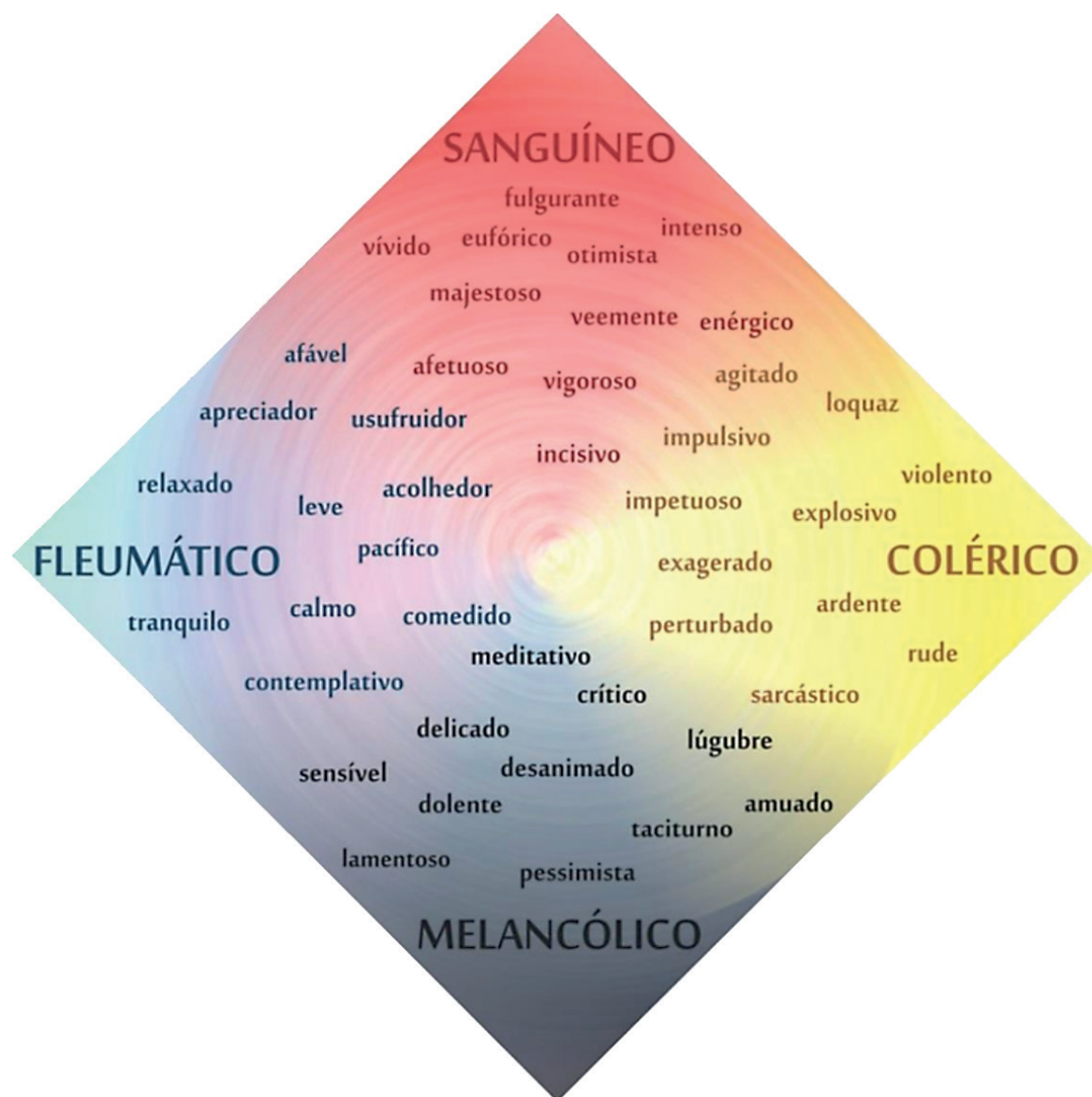


Figura 4. Traços que determinam os quartos temperamentos, adaptado de Camargo e Salles (2016)

Os fragmentos a seguir, bem como aqueles expostos anteriormente, foram extraídos da palestra sobre predicativos/atributos da pesquisa científica, a qual foi ministrada no Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, em 2008, e de entrevista sobre a história de vida de Gilberto Martins, conforme referências. Examinou-se as expressões destacadas em negrito, as quais compõe as frases (atos de fala) e consequentes parágrafos, a saber:

Atos de Fala	Termos/Expressões/ Frases	Traços/Temperamento
Houve uma revolução, nesses últimos oito a dez anos, melhorou sensivelmente a qualidade da pesquisa em Contabilidade, todavia, no meu entendimento, a coisa começou a estagnar ou decrescer . (Martins, 2014, grifo nosso).	• melhorou sensivelmente • a coisa começou a estagnar ou decrescer	• exagero – colérico • intensidade/otimismo/veemência – sanguíneo • pessimismo, crítica – melancólico • exagero – colérico
(...) se [o indivíduo] gosta de pesquisa, e gostar de pesquisa é algo interessante , porque, cá para nós, só ficar no ensino-aprendizagem é realmente interessante e tal, mas (...) é bom a gente ser autor dos trabalhos, (...) (Martins, 2014, grifo nosso).	• gostar de pesquisa é algo interessante • cá para nós, só ficar no ensino-aprendizagem é realmente interessante e tal, mas (...) • bom a gente ser autor dos trabalhos	• veemência/impetuosidade – sanguíneo • sarcasmo/ironia – colérico • bom-humor – sanguíneo • ardência/impetuosidade – colérico
Essas coisas me deram um aprendizado extraordinário , então eu brincava com meu pai e falava: ‘olha, tudo bem, eu me orgulho terrivelmente de ser professor da USP, doutor... Agora, academia aqui da Vila Alpina me inspirou bastante ’. (Martins, 2010, grifo nosso).	• aprendizado extraordinário • academia aqui da Vila Alpina • inspirou bastante	• exagero – colérico • intensidade/otimismo/veemência – sanguíneo • sarcasmo/ironia – colérico • bom humor – sanguíneo • exagero – colérico • intensidade/otimismo/veemência – sanguíneo
(...) aqui com uma certa tranquilidade (...) ‘um colchão um pouco mais macio; modéstia à parte , eu deitei e rolei, né!’ (Martins, 2010, grifo nosso).	• certa tranquilidade • um colchão um pouco mais macio • modesta parte • eu deitei e rolei	• otimismo/impetuosidade – sanguíneo • sarcasmo/ironia – colérico • bom humor – sanguíneo • impetuosidade – colérico • exagero – colérico e bom humor /intensidade/ veemência – sanguíneo
Primeiro era, dizia assim, grosso modo , um dador de aula , mas não... a produção científica muito pouca . (Martins, 2010, grifo nosso).	• grosso modo • dador de aula • muito pouca	• sarcasmo – colérico • sarcasmo/ironia – colérico • crítico/pessimismo – melancólico • exagero – colérico
Umberto Eco, ele chama atenção de um negócio interessante (...) não precisa inventar. Eu não estou querendo que você seja revolucionária , (...) [quero] que peessoas da área falem: puxa vida, não havia pensado nisso! Aí você começa a surpreender; você começa a ser original . (Martins, 2014, grifo nosso).	• negócio interessante • Eu não estou querendo que você seja revolucionária • que pessoas da área falem: puxa vida, não havia pensado nisso!	• exagero – colérico • intensidade/otimismo/veemência - sanguíneo • sarcasmo – colérico • veemência/intensidade/bom humor – sanguíneo • exagero – colérico

Figura 2. nálise de frases, expressões e palavras que sugerem o estado de humor e, por conseguinte, a tipologia de temperamento preponderante. Elaborada pelos autores.

Ao analisar as frases e expressões de Gilberto Martins percebe-se: **intensidade/otimismo/veemência**, além de certo **exagero** em: “melhorou sensivelmente”, “aprendizado extraordinário”, “inspirou bastante” e “negócio interessante”. Identifica-se ainda **intensidade/veemência/bom-humor e exagero** em “eu deitei e rolei” e “que pessoas da área falem: puxa vida, não havia pensado nisso!”, **exagero** “muito pouca”; **sarcasmo/ironia/bom-humor** em “cá para nós, só ficar no ensino-aprendizagem é realmente interessante e tal, mas (...)”, “academia aqui da Vila Alpina”, “um colchão um pouco mais macio”, “grosso modo”, “dador de aula” e “Eu não estou querendo que você seja revolucionária”; **além de impetuosidade em** “modéstia à parte”. **Pessimismo/crítica e exagero** em “a coisa começou a estagnar ou decrescer”; **veemente** em “gostar de pesquisa é algo interessante”; **otimismo e impetuosidade** em “certa tranquilidade”.

Constata-se que aproximadamente 68% dos traços evidenciados nos atos de fala fazem referência ao temperamento colérico. Ademais, ainda que haja expressão aparentemente pessimista em “a produção científica **muito pouca**” (Martins, 2010, grifo nosso), sobressalta-se o advérbio de intensidade “muito”, que ratifica o exagero e a criticidade, traços do temperamento colérico – dessa maneira, a ideia expressa no ato de fala foi associada ao contingente de traços coléricos. Complementarmente, 32% dos traços evidenciados expressão bom-humor, impetuosidade, veemência e intensidade, os quais a literatura relaciona ao temperamento sanguíneo, em consonância com a teoria dos temperamentos de Eysenck (1916-1997). Segundo esse autor, os quatro temperamentos nunca devem ser considerados de maneira plena, pois um indivíduo apresentará, naturalmente, elementos das quatro categorias combinadas, ainda que haja predominância de um deles.

O propósito desse tributo a Gilberto de Andrade Martins é destacar o ser humano marcante – sua vida e temperamento – bem como a sua contribuição para a pesquisa em Contabilidade a partir de sua produção acadêmica, em diversas áreas. Dessa forma, inicialmente, cabe destacar sua contribuição para a área de Educação e Pesquisa em Contabilidade, em coautorias de estudos que se tornaram referências em Ciências Contábeis. Na sequência, é dado destaque à sua contribuição para a pesquisa em Contabilidade Gerencial. Em cada caso, buscou-se o auxílio de três artigos acadêmicos de sua coautoria. Ao se fazer esses destaques, pretende-se ressaltar a natureza inovativa presente em cada um dos artigos, assim como suas contribuições para as respectivas áreas.

3. Contribuições para a Área de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Nesta seção, apresentam-se resultados de investigações vinculadas à área de Educação e Pesquisa em Contabilidade, as quais foram selecionadas a partir de justificativas e objetivos expressos no corpo de cada subseção. Os estudos vinculados ao processo de ensino e pesquisa apresentam métodos eficazes; estratégias capazes de promover criatividade e capacidade argumentativa; além do fortalecimento de uma cultura de reflexão e trabalho colaborativo. Os artigos analisados, com coautoria de Gilberto Martins, trazem essas contribuições.

3.1 Egressos como fonte de informação à gestão dos cursos de Ciências Contábeis

A relevância desta publicação de Lousada e Martins (2005) reside no fato de este ter sido um dos primeiros estudos da área contábil com foco no resultado do processo de ensino-aprendizagem e se manter atual. Mas sua relevância e atualidade não se restringem à área contábil, tendo sido citado em diversas publicações recentes e fora da área (biomedicina, saúde, computação, engenharia, fonoaudiologia, inclusive no ano de 2023).

O objetivo foi mostrar a importância do planejamento e do desenvolvimento de sistemas de acompanhamento de egressos como um dos mecanismos das Instituições de Ensino Superior (IES) que permite a contínua melhoria de todo o planejamento e operação, particularmente do processo de ensino-aprendizagem.

A ideia subjacente é que o olhar sobre o egresso permitiria à instituição de ensino ajustar seu currículo periodicamente, preenchendo as lacunas existentes e adequando-o às exigências do mercado, tendo, inclusive, a oportunidade de utilizar os retornos positivos como marketing institucional. Para Schwartzman e Castro (1991), o foco sobre os egressos traz à superfície questões ligadas, principalmente, à qualidade do ensino e a adequação dos currículos à situação profissional.

Os sujeitos da pesquisa foram dirigentes de instituições de ensino de Santa Catarina e São Paulo e a coleta de dados foi realizada por meio de entrevistas em profundidade, um pioneirismo.

Dos 19 dirigentes entrevistados, apenas dois disseram já possuir um sistema permanente de acompanhamento de egressos, mas apenas um relatou empreender ações a partir dos resultados de suas pesquisas com os egressos. Mas todos relataram já terem sido realizadas investigações pontuais com ex-alunos, seja em trabalhos de conclusão de curso ou por iniciativa da própria instituição.

As principais conclusões do estudo foram o reconhecimento, por parte dos dirigentes das IES, da necessidade de institucionalização da prática do acompanhamento dos ex-alunos nos cursos de Ciências Contábeis e a necessidade de se criar uma cultura de avaliação, no que se refere aos egressos.

Mas a grande contribuição foi mostrar que era preciso mais do que um olhar pontual sobre os egressos. A chave era a implementação de um sistema de acompanhamento contínuo dos ex-alunos. A avaliação da qualidade do processo de ensino-aprendizagem, permanentemente, por ex-alunos que passaram pela instituição e que conseguem avaliar a real contribuição que seu curso lhe propiciou para o desempenho de suas funções e atividades no dia a dia (Both, 1999).

3.2 O Conceito de Professor Investigador: os saberes e as competências necessárias à docência reflexiva na área contábil

Nesta publicação de Slomski e Martins (2008), a temática continua sendo o processo de ensino-aprendizagem de estudantes de Ciências Contábeis, mas agora abordado sob a ótica do docente.

Trata-se de ensaio teórico baseado em exposição lógico-reflexiva com ênfase na argumentação e na interpretação pessoal. O objetivo é apresentar, discutir e analisar as principais tendências investigativas sobre a formação de professores na perspectiva reflexiva e, desse modo, apontar os saberes e as competências exigidas para a concretização dessa prática de ensino. Seu grande mérito e relevância é extrapolar a área contábil, pois na fala dos autores o apontamento dos saberes e das competências exigidas, não se atém à área contábil, mas a inclui.

Mais uma vez, a argumentação passa pelo questionamento sobre o desempenho do profissional formado na universidade e a qualidade do ensino ministrado que é, objetivamente, o objeto de avaliação. Reflete sobre o papel do docente, sobre a prática do ensino universitário, sobre a construção de um projeto pedagógico que viabilize os objetivos da universidade como produtora do conhecimento e formadora de profissionais competentes.

A crítica é contundente, sobre o processo de ampliação do campo da docência universitária, quando se observa a área de atuação do professor. E reconhece que o professor aparece como um mero técnico, aplicador de regras, planos e normas concebidas por especialistas, sem sequer ser ouvido ou ser considerado com relação às mudanças no seu campo de trabalho.

A docência reflexiva é discutida a partir de Schön (1987, 2000), que trata da forma pela qual os profissionais enfrentam aquelas situações que não se resolvem por meio de repertórios técnicos; aquelas atividades que, como o ensino, se caracterizam como situações incertas, instáveis, singulares e nas quais há conflito de valor.

A constatação de Slomski e Martins (2008) é que a maioria dos docentes que atuam hoje nas salas de aula das universidades, com exceção dos daqueles provenientes das licenciaturas, não contou com a formação sistemática, necessária à construção de uma identidade profissional para a docência. Embora se encontrem dando aulas, nem sempre dominam as condições necessárias para atuar como profissionais professores.

E isso se reflete nas universidades onde prevalece a figura do professor transmissor de conteúdos curriculares, muitas vezes fragmentados, desarticulados, não significativos para o aluno, para o momento histórico e para os problemas que a realidade apresenta.

Mas concluem que uma política de formação continuada do professor, que utilize o conceito de professor reflexivo, pode representar uma forma inteligente de formar o docente para a atuação no ensino superior. E que os professores teriam melhores condições para enfrentar os problemas colocados pela prática, à medida que os compreendessem, refletissem e, em conjunto com seus pares, apropriassem-se de formas de enfrentamento.

3.3 Doutores em Ciências Contábeis: análise sob a óptica da teoria do capital humano

A Teoria do Capital Humano serviu como base teórica pela primeira vez na área contábil na tese de Cunha (2007), sob a orientação e coorientação de Edgard Bruno Cornacchione Júnior e Gilberto de Andrade Martins, respectivamente. O artigo “Doutores em Ciências Contábeis: análise sob a óptica da teoria do capital humano”, fruto da tese, foi publicado em 2010.

A chave da teoria do capital humano é o conceito de que a aquisição de mais conhecimentos e habilidades aumenta o valor do capital humano das pessoas, ampliando a empregabilidade, a produtividade e o rendimento potencial. Consequentemente, o investimento em educação leva a um aumento de renda futura, além de ocupar uma posição destacada no progresso das sociedades na forma de bem-estar social e inovação tecnológica (Becker, 1962; Cunha, 2007; Mincer, 1974; Schultz, 1960, 1961, 1973).

O objetivo do artigo de Cunha *et al.* (2010) foi identificar e analisar as avaliações e percepções dos doutores em Ciências Contábeis, titulados pela FEA/USP, sobre as influências do doutorado nos seus desenvolvimentos e nas suas responsabilidades sociais

Os autores localizaram 150 egressos, outros 9 já haviam falecido. Foram recebidas 132 respostas, representando 88% de respondentes, um alto grau de respostas, podendo ser considerada uma pesquisa censitária.

Dentre os resultados encontrados, destaca-se o fato de o doutorado ser visto, principalmente, como base de ascensão ou ingresso na carreira docente. Mais de 80% dos entrevistados consideraram que esse fator pesou muito na sua motivação para realizar o doutorado. Os dados produzidos pela investigação tendem a indicar uma avaliação altamente positiva, quanto às contribuições do curso para o desenvolvimento das atividades dos envolvidos.

A expectativa de que o curso alterou positivamente aspectos do desenvolvimento profissional e social dos egressos se confirmou. Os aspectos mais bem avaliados pelos doutores foram, respectivamente: respeitabilidade e reconhecimento acadêmico/profissional; diferenciação profissional; espírito acadêmico; amadurecimento pessoal; produção acadêmica; e oportunidades na carreira.

Constataram, ainda, que o doutorado em Ciências Contábeis tinha encontrado sua principal clientela entre homens casados que desenvolviam suas atividades no mercado. Titulavam-se, em média, aos 42 anos e, ao ingressarem, buscavam seguir ou aprimorar a carreira de pesquisador, além da obtenção de melhor nível de renda. E, nesse último ponto, alcançaram pleno êxito. Os efeitos da titulação sobre os rendimentos foram bastante acentuados.

A conclusão foi que as várias motivações declaradas pelos egressos para ingressar no doutoramento se materializaram em suas vidas acadêmico/profissionais, qualquer que seja o nome pelo qual sejam reconhecidas e declaradas. Uma constatação crítica, que persiste, foi o pequeno número de doutores em Ciências Contábeis, quando confrontados com o grande número de cursos de graduação em Ciências Contábeis, sendo que à época, mais de 30%, mantinham a principal atividade remunerada vinculada ao mercado.

4. Contribuições para a pesquisa em Contabilidade Gerencial

Nesta seção final, são destacados três estudos na área de Contabilidade Gerencial em que Gilberto Martins atuou como orientador e/ou coautor. Conforme será percebido, esses estudos evidenciam o caráter inovador e pioneirismo das pesquisas de sua coautoria, explorando abordagens teóricas (p. ex. teoria da contingência e contrato psicológico) ainda pouco examinadas no contexto brasileiro. Adicionalmente, alinhado com seu foco na área de Educação e Pesquisa em Contabilidade, discutindo aspectos metodológicos e epistemológicos da pesquisa em Contabilidade Gerencial no Brasil.

4.1 A teoria das estruturas organizacionais de Mintzberg e a gestão estratégica de custos: um estudo das ONGs paulistas

O uso da Teoria da Contingência na pesquisa em Contabilidade Gerencial é amplamente difundido (Aguiar & Frezatti, 2007). Em nível internacional, a pesquisa contingente em Contabilidade Gerencial começou a ser desenvolvida a partir da segunda metade da década de 1970 (p. ex., Gordon & Miller, 1976; Waterhouse & Tiessen, 1978). Entretanto, foi somente a partir do início dos anos 2000 que a Teoria da Contingência começou a ser formalmente aplicada na pesquisa em Contabilidade Gerencial no Brasil, sendo o estudo de Aguiar e Martins (2006) pioneiro, enquanto publicação em periódicos nacionais.

Para posicionar este estudo, é importante mencionar que um aspecto central no âmbito da Teoria da Contingência é o conceito de adequação contingente (*fit*), ou seja, o desenho de sistemas de Contabilidade Gerencial precisa estar adequado aos demais elementos do contexto do processo de estratégia das organizações para a obtenção de desempenho superior. Adequação contingente pode ser definida a partir de três abordagens: seleção, interação e sistemas (Drazin & Van de Ven, 1985). A abordagem de seleção enfatiza a relação entre um elemento do sistema de Contabilidade Gerencial e um elemento do processo de estratégia, sem examinar o efeito da adequação contingente entre esses elementos sobre o desempenho. A abordagem de interação tem por diferença central examinar o efeito da adequação contingente sobre o desempenho. Já a abordagem de sistemas inclui um número maior de elementos do Sistema de Contabilidade Gerencial e do processo de estratégia, ou seja, considera múltiplas contingências, podendo examinar seus impactos sobre o desempenho.

No caso de Aguiar e Martins (2006), foi realizada pesquisa de campo com gestores de Organizações Não Governamentais (ONGs) para discutir a adequação contingente entre as estruturas organizacionais de ONGs, a partir da perspectiva configuracional de Mintzberg (1979), e os sistemas de Gestão Estratégica de Custos nessas organizações. Em particular, ao se categorizar a estrutura organizacional predominante nas ONGs pesquisadas – burocracia profissional – discutiu-se as implicações desse tipo de estrutura no desenho de sistemas de Gestão Estratégica de Custos capazes de contribuir para o desempenho organizacional. Para tanto, empregou-se uma abordagem de sistemas no âmbito da Teoria de Contingência.

Ao se realizar breve pesquisa no *Google Scholar* usando como palavras-chave ‘teoria da contingência’ e ‘contabilidade gerencial’, verificam-se mais de 18.000 resultados. Muito embora nem todos os resultados sejam efetivamente associados aos dois temas, é possível afirmar o quanto a aplicação da Teoria da Contingência é atualmente difundida no âmbito da pesquisa em Contabilidade Gerencial no Brasil.

4.2 Pesquisa acadêmica em Contabilidade Gerencial no Brasil: análise e reflexões sobre teorias, metodologias e paradigmas

Conforme já mencionado, a discussão sobre metodologias e epistemologias de pesquisa foi a principal contribuição de Gilberto Martins. O estudo de Nascimento, Junqueira e Martins (2010) é aquele em que Gilberto aplica essa discussão na pesquisa em Contabilidade Gerencial. Em particular, os autores analisam as principais características epistemológicas da produção acadêmica em Contabilidade Gerencial no Brasil, a partir de 287 artigos publicados em anais de eventos acadêmicos. Esse estudo é pioneiro na avaliação das características epistemológicas da pesquisa em Contabilidade Gerencial no Brasil.

Os autores mencionam que características epistemológicas compreendem “a descrição e análise crítica dos aspectos relacionados à plataforma teórica, às estratégias metodológicas, às teorias e aos paradigmas de pesquisa” (p. 1115). Nesse sentido, resumidamente, as principais características epistemológicas identificadas pelos autores foram: (i) plataforma teórica: crescimento da média de referências por trabalho, de modo particular, artigos e livros, embora não necessariamente acompanhadas de melhoria na qualidade das citações, especialmente, devido ao menor uso de artigos publicados em periódicos internacionais e com menor idade média; (ii) estratégias metodológicas: predominância de pesquisa de campo e levantamentos, em geral, descritivos; (iii) teorias: pouco desenvolvimento de uma base teórica, com predominância de discussão sobre conceitos contábeis; e (iv) paradigmas: predominância quase absoluta de perspectiva funcionalista.

De modo geral, este estudo permite um entendimento parcial sobre o estágio de pesquisa em Contabilidade Gerencial a partir da amostra examinada. Estudos dessa natureza são importantes ao permitir uma reflexão crítica por parte da comunidade acadêmica da área no sentido de ampliar e aprimorar as características epistemológicas de suas pesquisas, como vem ocorrendo, conforme evidenciado em estudos posteriores (p. ex., Aguiar, 2018).

4.3 Compromisso dos contratos psicológicos e uso diagnóstico dos sistemas de controle gerencial

Controles gerenciais representam um ramo de pesquisa em Contabilidade Gerencial de elevada relevância, seja no contexto internacional ou nacional. De modo geral, tais controles são úteis para aumentar as chances de que os colaboradores irão atuar de forma congruente com os interesses organizacionais (Merchant & Van der Stede, 2007). A perspectiva predominante para discutir o papel dos controles gerenciais em garantir congruência de metas entre colaboradores e organização é a econômica (Teoria de Agência), por meio do fornecimento de incentivos (Lambert, 2001).

Ao inovar na discussão sobre o tema, Canan, Martins e Oda (2016) conduziram estudo de campo para examinar o papel de contratos psicológicos na obtenção de congruência de metas por meio dos controles gerenciais. Contrato psicológico representa as “crenças de um indivíduo em relação aos termos e condições de um acordo de troca recíproca entre a própria pessoa e outra parte” (Rousseau, 1989, p. 123). Esses contratos retratam expectativas não necessariamente formais que um indivíduo possui em seus relacionamentos, como no relacionamento entre colaborador e organização, sendo relevantes para explicar comportamentos disfuncionais, tais como criação de reservas (Young *et al.*, 2021).

Dentre os principais resultados, Canan, Martins e Oda (2016) evidenciam que o desenho de posições individuais e definição de mecanismos de coordenação, ao mesmo tempo que atuam como mecanismos de controle gerencial, também são responsáveis pelo estabelecimento dos contratos psicológicos dentro da organização. Esse processo de desenho de controles gerenciais e estabelecimento de contratos psicológicos tem por principal implicação um maior compromisso dos colaboradores, não com o desempenho, mas com parâmetros comportamentais definidos por controles gerenciais e contratos psicológicos.

Apesar de sua presença no ambiente de trabalho, a discussão sobre contratos psicológicos no âmbito da pesquisa em Contabilidade Gerencial permanece limitada, mesmo no contexto internacional (Young *et al.*, 2021), o que apenas reforça o caráter inovador desse estudo de coautoria de Gilberto Martins.

5. Comentários Finais

O propósito deste breve texto foi reconhecer a contribuição de Gilberto Martins como indivíduo e professor-pesquisador. Acredita-se que a sua história de vida e seu temperamento peculiar são válvulas propulsoras para estudiosos e pesquisadores e seus projetos materializados em forma de congressos, palestras, espaços de debates científicos, livros, artigos e orientações de tese e dissertações são significativo legado para a pesquisa em Contabilidade. Essa contribuição se configura na discussão de teorias da economia da educação, a exemplo da Teoria do Capital Humano em estudo pioneiro (Cunha, *et al.*, 2010), abrindo portas para um passeio produtivo da Contabilidade nesse cenário. De teorias organizacionais, como é o caso da Teoria da Contingência, ainda incipiente à época em que discutiu o tema em 2006 (Aguiar & Martins, 2006), e que, atualmente, tem amplo uso na pesquisa em Contabilidade Gerencial no Brasil, há muitos outros temas, que possuem elevado potencial de contribuição, tanto teórica quanto prática no desenho do ambiente dos indivíduos e das organizações.

Referências

- Aguiar, A. B. (2018). O pequeno mundo da pesquisa em contabilidade gerencial no Brasil: discussão sobre desenhos alternativos de pesquisa. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 12, e151933-e151933.
- Aguiar, A. B., & Frezatti, F. (2007). Sistema de controle gerencial e contextos de processo de estratégia: Contribuições da teoria da contingência. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 7. Recuperado de <https://congressousp.fipecafi.org/anais/artigos72007/34.pdf>
- Aguiar, A. B. & Martins, G. A. (2006). A teoria das estruturas organizacionais de Mintzberg e a gestão estratégica de custos: Um estudo nas ONGs paulistas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17, 51-64.
- Becker, G. S. (1962). Investment in human capital: a theoretical analysis. *The Journal of Political Economy*, Part 2: Investment in human beings, 70(5), 9-49.
- Both, I. J. (1999). Avaliar a universidade é preciso: agente de modernização administrativa e da educação. In: Souza, E.C. B. Machado (org). *Avaliação Institucional*. 2. ed. Brasília: Universidade de Brasília. 244 p.
- Barclay, J.R. (1991). *Psychological assessment: A theory and systems approach*. Malabar, FL: Krieger Publishing Co.
- Camargo, L. de F.; Salles, P. de T. 2016. Os Quatro Temperamentos: uma proposta analítica da expressão musical... *Música Theorica*. Salvador: TeMA, 201607, p. 1-29.
- Canan, I.; Martins, G. A.; & Oda, P. (2016). Compromisso dos contratos psicológicos e uso diagnóstico dos sistemas de controle gerencial. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 10, 181-195.
- Cunha, J. V. A. da., Cornachione Jr, E. B., & Martins, G. de A. (2010). Doutores em ciências contábeis: análise sob a óptica da teoria do capital humano. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(3), 532-557.
- Cunha, J. V. A. (2007). Doutores em Ciências Contábeis da FEA/USP: análise sob a óptica da teoria do capital humano Tese de Doutorado em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Drazin, R.; & Van de Ven, A. H. (1985). Alternative forms of fit in contingency theory. *Administrative Science Quarterly*, 30, 514-539.
- Eysenck, Hans J. (1967/2006). *The Biological Basis of Personality*. 2ª ed. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Gordon, L. A.; & Miller, D. (1976). A contingency framework for the design of accounting information systems. *Accounting, Organizations and Society*, 1(1), 56-69.
- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 3-87.
- Lester, D. (1990). Galen's four temperaments and our-factor Theories of personality: a comment on toward a four-factor theory of temperament. *Journal of Personality Assessment*, 54 (1 & 2), 423-426.
- Leontiev, A. N. (2014). *Atividade. Consciência. Personalidade*. Disponível em: <https://www.marxists.info/portugues/leontiev/1974/06/Atividade-Consciencia-Personalidade.pdf>. Acesso em: 14 out. 2023
- Lousada, A. C. Z. & Martins, G. d. A. (2005). Egressos como fonte de informação à gestão dos cursos de ciências contábeis. *Revista Contabilidade & Finanças*, 16(37), 73-84.
- Luna, C. 2023. Prof. Gilberto Martins deixa um importante legado ao ensino. <https://www.fea.usp.br/fea/noticias/prof-gilberto-martins-deixa-um-importante-legado-ao-ensino>. 27 Março, 2023. Acesso em: 01 nov. 2024.

- Martins, G. de A. [Congresso USP]. (2014, Maio 30). Palestra Congresso USP 2008 - Prof. Gilberto Martins e Prof. Carlos Renato. [Vídeo]. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=SslqW2-EJzc>
- Martins, G. de A. [Martins]. (2010, Fevereiro 26). Contando História: Gilberto de Andrade Martins. [Vídeo]. Youtube. <https://www.youtube.com/watch?v=MaJRi9t3xLU>
- Martins, G. de A. Currículo do sistema currículo Lattes. [Brasília], 31 jan. 2022. Disponível em: < <http://lattes.cnpq.br/3762922398225206> >. Acesso em: 26 out. 2023.
- Merchant, K & Van Der Stede, W. (2007). *Management control systems: Performance measurement, evaluation and incentives*. New Jersey: Prentice Hall.
- Mincer, J. (1974) Schooling Experience and Earnings. National Bureau of Economic Research, New York.
- Mintzberg, H. (1979). *The structuring of organizations*. New Jersey: Prentice Hall.
- Nascimento, A. R.; Junqueira, E.; & Martins, G. A. (2010). Pesquisa acadêmica em contabilidade gerencial no Brasil: análise e reflexões sobre teorias, metodologias e paradigmas. *Revista de Administração Contemporânea*, 14, 1113-1133.
- Pasquali, L. (2000). Os tipos humanos: a teoria da personalidade. *Differences*, 7, 359-378.
- Rousseau, D. M. (1989) Psychological and implicit contracts in organizations. *Employee Responsibilities and Rights Journal*, 2(2), 121-139.
- Schön, A. D. (1987) Educating the reflective practitioner: toward a new designer for teaching and learning in the professions. San Francisco: Jossey - Bass Publ.
- Schultz, T. W. (1960). Capital formation by education. *The Journal of Political Economy*, 68(6), 571-583.
- Schultz, T. W. (1961). Investment in human capital. *The American Economic Review*, 51(1), 1-17.
- Schultz, T. W. (1973). O capital humano: investimento em educação e pesquisa (Marco Aurélio de Moura Matos, Trad.). Rio de Janeiro: Zahar Editores. (Obra original publicada em 1968).
- Schwartzman, S. & Castro, M. H. de M. (1991). A trajetória acadêmica e profissional dos alunos da USP. Documento de Trabalho 2/91. São Paulo: Núcleo de Pesquisas sobre o ensino superior da Universidade de São Paulo.
- Strelau, J. (1988). The regulative theory of temperament, address delivered at the University of Kentucky, November 7.
- Strelau, J. (1995). The regulative theory of temperament: current status Paper presented at the 7th Meeting of International Society for the Study of Individual Differences, Warsaw, Poland.
- Slomski, V. G. & Martins, G. de A. (2008) o conceito de professor investigador: os saberes e as competências necessárias à docência reflexiva na área contábil. *Revista Universo Contábil*, [S.l.], v. 4, n. 4, p. 06-21.
- Waterhouse, J. H.; & Tiessen, P. (1978). A contingency framework for management accounting systems research. *Accounting, Organizations and Society*, 3(1), 65-76.
- Young, K. M., Stammerjohan, W. W., Bennett, R. J., & Drake, A. R. (2021). Psychological contract research in accounting literature. *Advances in Accounting Behavioral Research*, 24, 117-137.

A linha tênue entre gerenciamento de resultados e fraudes corporativas

Monize Ramos do Nascimento

<https://orcid.org/0000-0001-8832-3004>

Rodrigo de Souza Gonçalves

<https://orcid.org/0000-0003-3768-2968>

Resumo

Objetivo: Investigar se em períodos anteriores a fraudes corporativas ocorre aumento no volume de gerenciamento de resultados.

Método: Foram analisadas três diferentes amostras: Amostra 1, contendo todas as empresas não financeiras listadas no Brasil, Bolsa, Balcão (B3); Amostra 2, contendo companhias condenadas por fraude; e Amostra 3, com pareamento entre companhias fraudulentas e não fraudulentas. Para a Amostra 1, foi realizada a regressão *Logit* para dados em painel; para a 2, foi realizada uma análise descritiva por quartis; e para a 3, foram realizados *Z score* de Altman, teste *U* de *Mann-Whitney* e análise gráfica.

Resultados: De modo geral, demonstram que as empresas que se envolveram em fraudes gerenciam mais do que aquelas que não se envolveram, porém não foi possível identificar o período exatamente anterior ao cometimento da fraude.

Contribuições: A pesquisa apresenta contribuições para organizações e seus respectivos *gatekeepers*. Podem ser citadas como inovações da pesquisa desenvolvida em relação aos estudos predecessores: (i) propostas diferentes variáveis e modelagens; (ii) pioneirismo no contexto nacional; (iii) promoção de reflexões sobre o impacto da concorrência entre informações fidedignas e qualidade dos lucros.

Palavras-chave: Gerenciamento de resultados; Fraudes corporativas; demonstrações financeiras.

1. Introdução

O artigo tem como objetivo investigar se em períodos anteriores a fraudes corporativas ocorre aumento no volume de gerenciamento de resultados.

Empresas podem distorcer as demonstrações financeiras a partir do gerenciamento dos ganhos ou com o cometimento de fraudes (Perols & Lougee, 2011), sendo a diferença entre os dois o fato de que a fraude envolve manipulações ilegais (Niyama, Rodrigues, & Rodrigues, 2015). Ocorre que, à medida que os *accruals* se revertem ao longo do tempo, as empresas devem lidar com suas consequências ou cometer fraude para compensação (Beneish, 1997; Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996). Por isso, uma relação estreita pode ser estabelecida entre essas duas práticas (Dechow et. al; 1996, Perols & Lougee, 2011; Ramírez-Orellana, Martínez-Romero & Mariño-Garrido, 2017).

Apesar de haver discussão na literatura, mensurar a fraude corporativa e o gerenciamento é uma tarefa delicada e talvez seja esse o motivo de pesquisas incipientes sobre o assunto, em mercados emergentes, especialmente no brasileiro. Por isso, este trabalho promove um avanço na literatura, discutindo não somente a relação às práticas, como também formas de as mensurar. Além disso, o entendimento de quais são os fatores preliminares a fraude pode ser capaz de criar atitudes e ações importantes na prevenção desse tipo de crime, bem como promover reflexões sobre o impacto da concorrência entre informações fidedignas e qualidade dos lucros.

A pesquisa se torna útil, uma vez que relatórios financeiros enganosos têm impacto negativo em todas as partes interessadas. Isso se dá, sobretudo, porque os registros financeiros são a principal de informações sobre estabilidade financeira, atividade econômica e saúde financeira de qualquer empresa (Svabova., 2020), o que influencia na organização e seus respectivos *gatekeepers*.

Para o alcance do objetivo proposto, foram analisadas três amostras: Amostra 1 (todas as empresas não financeiras listadas na B3), analisada por meio de regressão *Logit* para dados em painel; Amostra 2 (companhias condenadas por fraude), na qual realizou-se análise descritiva por quartis; e Amostra 3 (pareamento entre companhias fraudulentas e não fraudulentas), em que foram utilizados *Z-score* de Altman, teste *U* de Mann-Whitney e análise gráfica. Tendo como base os trimestres entre 2010 a 2020, os resultados demonstram que empresas que se envolveram em fraudes gerenciam mais, porém não foi possível identificar o período exatamente anterior ao cometimento da fraude.

2. Revisão de Literatura

Os relatórios financeiros divulgados pelas empresas são elaborados para apresentar informações sobre a posição financeira, o desempenho operacional e os fluxos de caixa da empresa. Porém, quando uma empresa listada está com problemas financeiros, seus ganhos podem não atender às expectativas dos investidores, o que resultaria em uma queda no preço das ações e no valor da empresa, podendo culminar em uma crise financeira, que aumentaria os custos para emitir dívidas e seu financiamento mais difícil (Li, Li, Xiang & Geri Djajadikerta, 2020).

Na tentativa de evitar potenciais crises, gestores podem recorrer a práticas que distorcem as informações financeiras, entre elas, o gerenciamento de resultados. Ele ocorre quando a administração exerce sua influência para alterar deliberadamente a veracidade e a justiça de uma demonstração financeira com o objetivo de ocultar a condição econômica real ou obter ganho privado de resultados contratuais que dependem de números contábeis (Healy & Wahlen, 1999). Representa, assim, uma concorrência entre a representação fidedigna e a qualidade dos lucros (Espahbodi, Liu & Weigand; 2021), que pode comprometer a empresa no médio/longo prazo. Prova disso, são os inúmeros casos de fraude corporativa em empresas que estavam passando por problemas decorrentes do gerenciamento (Hamid, Hashim, & Salleh, 2012).

Todavia, o gerenciamento não é considerado uma estratégia que viola padrões/normas contábeis, ao contrário das fraudes (Wells, 2008), que são tratadas como crimes. É notório, porém, que apesar da fraude extrapolar o limite da legalidade, existem aspectos que entrelaçam as duas práticas.

O próprio objetivo das práticas é semelhante: deturpação, distorção ou omissão deliberada dos dados das demonstrações financeiras, com o objetivo de enganar o leitor e criar uma falsa impressão de qualidade financeira de uma organização (Grasso *et al.*, 2009). Nesse contexto, há ainda que se ponderar o ambiente em que geralmente ocorrem (Albrecht *et al.*; 2019; Zhao & Chen, 2008), tais como pressão e incentivos econômicos para atender aos *benchmarks* de lucros ou superá-los (Beardsley, Robinson, & Wong, 2021) e, conseqüentemente, enganar as partes interessadas em relação ao seu desempenho financeiro subjacente (Campa & Camacho-Miñano, 2015; Graham *et al.*, 2005; Zang, 2012).

Por isso, uma das questões mais complexas é desvendar quando a manipulação nas demonstrações financeiras é uma prática de gerenciamento e quando é uma fraude, e até que ponto elas se influenciam (Young, 2020), pois o limite da legalidade, que pode variar por país (Baskaran *et al.*, 2020; Dechow *et al.*, 1995), não parece ser uma medida suficiente.

Sobre o tema, a literatura (Lee, Ingram & Howard, 1999; Im e Nam, 2019; Perols & Lougee; 2011; Ramírez-Orellana *et al.*, 2017; Song, Lee & Cho, 2013) demonstra que empresas fraudulentas têm mais probabilidade de ter gerenciamento de resultados em anos anteriores, havendo evidências que empresas gerenciam o resultado três anos antes da ocorrência da fraude (Dechow *et al.*, 1996; Rahman, Sulaiman, Fadel, & Kazemian, 2016). Com base nessas evidências, foi elaborada a seguinte hipótese de pesquisa:

H₁: Empresas com maior volume de gerenciamento de resultados têm maior probabilidade de cometer fraude.

3. Metodologia

3.1 Amostra

Para o alcance do objetivo proposto, foram conduzidos testes em três amostras distintas de companhias não financeiras listadas na B3.

- (i) Amostra 1, contendo todas as companhias (316);

Tabela 1

Composição da Amostra 1

Descrição	Total
Empresas listadas na B3 – Eikon Refinitiv	463
(-) <i>Financial</i>	(71)
(-) <i>Real State</i>	(76)
(=) Amostra 1	316

Fonte: elaborada pelos autores a partir da Eikon Refinitiv.

- (ii) Amostra 2, contendo companhias condenadas por fraude (27); e
(iii) Amostra 3, com pareamento entre companhias fraudulentas e não fraudulentas (40).

Tabela 2

Composição da Amostra 3

Descrição	Total
Empresas fraudulentas para realização do pareamento	27
(-) Empresas sem par correspondente	(6)
(-) Empresa sem informações de GR	(1)
(=) Amostra 3	20

Fonte: elaborada pelos autores.

Para segregar as empresas fraudulentas *versus* não fraudulentas nas três amostras, foram analisados os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A seguinte pesquisa foi realizada pelo site da CVM > Processos > Pesquisa avançada. O campo “Termo”, em branco, “período” de 1º/1/2010 a 31/12/2020 e no campo “Tipo” “processos sancionadores julgados”. Chegou-se a 536 processos, em que um processo pode tratar de mais de uma empresa ou mais de um processo tratar da mesma empresa. A partir desses, foram selecionados aqueles que efetivamente tratavam de fraude (118 processos) e que já havia empresas condenadas, que totalizam 31 processos, que tratavam de 27 empresas.

Para fins de modelagem dos dados, optou-se pela classificação do período de ocorrência da fraude estar atrelada ao período anterior à abertura do processo (por exemplo, se uma empresa teve abertura no processo em 2015, o período de fraude estabelecido será de 2010 a 2015). Esse critério foi definido *ad hoc*, levando-se em consideração que dificilmente uma investigação consegue definir com exatidão quando uma fraude começou, porém sabe-se que quando um processo é aberto (e posteriormente ocorre a condenação), no período anterior a essa abertura há o período em que ocorreu a fraude, portanto, essa é uma alternativa para evitar erros de classificação.

Para o cálculo do gerenciamento utilizado na Amostra 1, o período inicial difere daquele utilizado na classificação da fraude (2010 a 2020), pois compreende os anos de 2006 a 2020, ou seja, quatro anos a mais. Isso ocorreu para que fosse possível analisar a amostra sob a perspectiva do gerenciamento dos anos anteriores à ocorrência da fraude. Assim, a análise do GR foi realizada, no mínimo, quatro anos antes da abertura do processo, podendo esse período se estender quando mais recente foi a abertura do processo.

Na Amostra 3, foi realizado o pareamento a partir da utilização do critério ‘setor e tamanho’, e análise do risco por meio do *Z-score* de Altman (Kukreja, Gupta, Sarea, & Kumaraswamy, 2020; Maccarthy, 2017). O período analisado foi o mesmo daquele estabelecido para seleção dos processos – 2010 a 2020.

3.2 Modelo de GR de Dechow *et al.* (1995) ajustado por Collins *et al.* (2017)

Collins *et al.* (2017) propõem avanços ao modelo de gerenciamento de resultados do tipo Jones (Dechow *et al.*, 1995), para melhor controlar os efeitos relativos ao crescimento não linear e o desempenho financeiro no modelo de apuração dos *accruals* discricionários. Portanto, utilizar esse modelo no cenário brasileiro, onde empresas possuem características e comportamentos bastante diferentes, parece ser adequado e capaz de controlar esses efeitos, e evita que esses dados sejam confundidos com o gerenciamento.

O modelo está descrito a seguir:

$$ACCT_{i,t} = \beta + \beta_1 Q_{1,it} + \beta_2 Q_{2,it} + \beta_3 Q_{3,it} + \beta_4 Q_{4,it} + \beta_5 (\Delta SALES_{it} - \Delta AR_{i,t}) + \beta_6 ACCT_{i,t-4} + \sum_k \beta_{7,k} ROA_Dum_{k,i,t} + \sum_k \beta_{8,k} SG_Dum_{k,i,t-4} + \sum_k \beta_{9,k} MB_Dum_{k,i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Onde:

$ACCT_{i,t}$: *accruals* totais, medido pelo somatório dos acréscimos/decrécimos no fluxo de caixa nas contas a receber, estoques, contas a pagar, impostos a pagar e outras contas que afetam as provisões, para a empresa i no trimestre t ;

$Q_{i,t}$: *dummies* do trimestre fiscal, que permitem possíveis efeitos do trimestre fiscal na acumulação;

$\Delta SALES_{i,t}$: variação nas vendas da empresa i no trimestre t e em t_{-1} ;

$\Delta AR_{i,t}$: variação nas contas a receber da empresa i no trimestre t e em t_{-1} ;

$ROA_Dum_{k,i,t}$: *dummy* que assume o valor 1, se o ROA (rentabilidade dos ativos) do trimestre t da empresa i pertencer ao k ésimo quintil e 0 caso contrário;

$SG_Dum_{k,i,t-4}$: *dummy* que assume o valor 1, se o SG $\left(\frac{Sales_t - Sales_{t-4}}{Sales_{t-4}}\right)$ do trimestre t_{-4} da empresa i pertencer ao k ésimo quintil e 0 caso contrário;

$MB_Dum_{k,i,t-1}$: *dummy* que assume o valor 1, se o MB (*Market-to-book*) do trimestre t_{-1} da empresa i pertencer ao k ésimo quintil e 0 caso contrário; e

$\varepsilon_{i,t}$: valor residual estimado a partir da regressão.

Os *accruals* discricionários são calculados diretamente pelo valor residual estimado a partir da regressão.

3.3 Descrição dos Testes Empíricos

Foram realizadas três etapas de análises. Para a Amostra 1, o modelo a ser estimado está descrito a seguir:

$$FRAUD(z) = \beta_0 + \beta_1 GR_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 BIG4_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

$FRAUD$: *dummy* que assume o valor de 1 antes da abertura do processo de fraude e 0 após essa abertura, da empresa i , no momento t ;

GR : quantidade de *accruals* discricionários em termos absolutos da empresa i , no momento t ;

TAM : tamanho da empresa medida pelo logaritmo natural dos ativos totais, da empresa i , no momento t ;

LEV : alavancagem financeira, da empresa i , no momento t ;

$BIG4$: *dummy* que assume o valor de 1 quando a empresa responsável pela auditoria for uma *Big Four* e 0 quando não for, da empresa i , no momento t ; e

$\varepsilon_{i,t}$: erro aleatório da regressão.

A Figura 1 sintetiza a fundamentação das variáveis.

Variável	Fundamento	Sinal Esperado
Gerenciamento de resultados	Em anos anteriores à ocorrência de fraude corporativas, o volume de gerenciamento de resultados é maior (Dechow <i>et al.</i> , 1996; Ramírez-Orellana <i>et al.</i> , 2017; Perols e Lougee; 2011)	(+)
Tamanho	Empresas maiores teriam menos incentivo em distorcer informações, uma vez que possuem um maior controle e fiscalização (Dechow & Dichev, 2002).	(-)
Alavancagem	O alto grau de alavancagem é um fator de estresse financeiro em uma empresa que, por consequência, torna-se um fator determinante para a fraude (Adi, Baridwan & Mardiaty; 2018).	(+)
Big Four	As organizações auditadas por grandes empresas de auditoria seriam menos propensas a distorcer informações quando comparadas as demais (Apostolou & Hassell, 1993; Dichev, Graham, Harvey, & Rajgopal, 2016; Lim, Lim Xiu Yun, Liu, & Jiang, 2012; Moyes, 2007).	(-)

Fonte: elaborada pelo autor.

Figura 1. Fundamentação das variáveis

Para a Amostra 2, foi realizada análise descritiva, para verificar se essas empresas possuíam comportamentos semelhantes antes e após a ocorrência das fraudes.

Para a Amostra 3, após realizar o pareamento das 27 empresas fraudulentas, foi aplicado o *Z-score* de Altman (modelo para aferir o risco de fraude), para confirmar, se de fato a empresa produz um pareamento correto. O modelo está descrito a seguir:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5 \quad (3)$$

Onde:

X_1 : capital de giro líquido/ativo total;

X_2 : lucros retidos/ativo total;

X_3 : EBIT/ativo total;

X_4 : valor de mercado/passivo total; e

X_5 : vendas/ativo total.

As variáveis independentes para o modelo são X_1 , X_2 , X_3 , X_4 e X_5 , que foram utilizadas para determinar a variável dependente, o *Z-score* na equação (3). O resultado do valor *Z-score* é obtido e comparado com o corte mostrado no quadro a seguir:

Z-score de Altman	Pontos de corte (significado)
$Z > 2,67$	zona sem perigo
$1,81 < Z < 2,67$	zona cinza
$Z < 1,81$	zona de risco

Fonte: Altman (1968).

Figura 2. Z-score de Altman - classificação

Caso uma empresa par (não fraudulenta) se encontre na “zona de risco”, foi realizado novo pareamento para identificar empresa que não possua risco de fraude.

Após o pareamento, foi realizado o teste *U* de *Mann-Whitney*. Para tanto, foi levado em consideração o gerenciamento de resultados acumulado no ano (soma dos trimestres). Por fim, foram considerados, para o teste, os anos antes e após a abertura do processo, nesse caso, o ano de abertura do processo foi descartado.

Para que haja maior balanceamento nos dados, foi considerada a mesma quantidade de anos antes e após a abertura. Assim, se, por exemplo, uma empresa possui processo aberto na CVM no ano de 2014, os anos anteriores serão 2008 – 2013, exclui-se 2014, e os anos posteriores serão 2015 – 2020.

A partir desse processo, para aquelas que apresentarem diferenças e significantes, foi realizada análise gráfica com seu par correspondente.

4. Análise e Discussão dos Resultados

A Tabela 3 apresenta os resultados das estatísticas descritivas para variáveis contínuas para a Amostra 1.

Tabela 3

Estatísticas descritivas para variáveis contínuas

Variáveis	Obs.	Média	Mediana	D. Padrão	Mín.	Máx.
Gerenciamento	6522	0,191	0,054	0,354	0,000	2,301
Tamanho	9540	21,369	21,508	2,182	5,857	27,646
Alavancagem	7903	0,000	3,222	0,004	-0,036	0,360

Fonte: elaborada pelos autores.

Os valores das observações diferem entre si, isso ocorre pela falta de algumas informações, especialmente no cálculo dos *accruals* discricionários (gerenciamento de resultados). Os dados não apresentaram dispersões que pudessem distorcer a análise dos dados e por isso não houve necessidade de tratamento.

A Tabela 4 apresenta as estatísticas descritivas para variáveis categóricas.

Tabela 4

Estatísticas descritivas para variáveis categóricas

Variáveis	Obs.	Freq. (0)	Freq. (1)
Fraude Corporativa	12.640	91,46%	8,54%
Big Four	9.052	29,56%	70,44%

Fonte: elaborada pelos autores.

Sobre a variável Fraude, observa-se que em 91,46% dos trimestres não houve fraude, contra 8,54% em que a fraude ocorreu. Esse dado aponta a discrepância entre os dois conjuntos, por isso foram realizados testes adicionais.

Em relação às empresas responsáveis pela auditoria, nota-se que a maioria das auditorias foi realizada por *Big Four* (70,44%), as demais empresas representam apenas 29,56%.

Passou-se para a análise multivariada da Amostra 1. Os resultados são apresentados na Tabela 5, que representa a estimação de uma regressão *Logit* para dados em painel com efeitos aleatórios.

Tabela 5

Resultado da regressão Logit para dados em painel com efeitos aleatórios – variável Dependente = Fraude

$$FRAUD(z) = \beta_0 + \beta_1 GR_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 BIG4_{it} + \varepsilon_{it}$$

Variáveis	Coefficiente	Erro padrão	t
Gerenciamento	1,708***	0,657	2,60
Tamanho	-2,823***	0,602	-4,69
Alavancagem	-0,043	0,031	-1,37
Big Four	-0,687*	0,383	0,63
Cons.	40,966***	11,019	3,72
Obs	5504		
Prob > χ^2	0,000		
Wald χ^2	30,605		

Nota: nível de significância estatística: *** a 1%; ** a 5%; e * a 10% (bicaudal).

Fonte: elaborada pelos autores.

Os resultados demonstram associação positiva e significativa entre a variável Gerenciamento (em períodos pré-fraude) e a ocorrência de fraudes, o que significa que, para a amostra, o gerenciamento de resultados antes da ocorrência de fraudes corporativas é superior ao período posterior a essa descoberta. O resultado é consistente com o esperado, já que empresas que possuem volume maior de gerenciamento precisam reverter, ao longo do tempo, os *accruals* discricionários passando ao cometimento de fraudes para compensar as reversões e atingir os objetivos da empresa (Beneish, 1997; Dechow, Sloan, & Sweeney, 1996; Perols & Lougee, 2011). Esses achados corroboram os encontrados por outros autores (Dechow et al., 1996; Im & Nam, 2019; Perols & Lougee, 2011; Ramírez-Orellana et al., 2017; Song, Lee & Cho, 2013).

Esses achados implicam o “bom resultado” no curto prazo, impactado pelo gerenciamento pode comprometer o médio/longo prazo de uma empresa, pois altos níveis de gerenciamento em um período, naturalmente levam a reversões em períodos subsequentes (Espahbodi et al., 2021). A fraude corporativa passa então a ser uma consequência quase inevitável, e sinaliza um caminho traçado entre desempenho financeiro ruim, aumento do gerenciamento de resultados e finalmente a fraude corporativa.

Na verdade, o gerenciamento por si só não causa a fraude, mas há evidências de que seu aumento por sucessivos períodos sim. Vale destacar que, nas pesquisas que analisam a variável de gerenciamento de resultados, não se identificam empresas com essa variável igual a zero, seja por se tratar de uma representação das diferenças entre o regime de competência e caixa, seja pelos fatores que afetam o valor da empresa, incluindo relatórios de fluxos de lucros suaves e de alta qualidade (Espahbodi et al., 2021). Contudo, ainda assim, espera-se que essa *proxy* seja mantida próxima a esse valor (DeMarzo & Fishman, 2007).

Quanto às variáveis de controle (*Big Four* e *Tamanho*), ambas foram significativas e negativas, como esperado.

Apesar dos resultados consistentes apresentados na Tabela 5, a proporção entre trimestres fraudulentos e não fraudulentos é discrepante. Para evitar interpretações viesadas, foram realizadas abordagens adicionais que segregaram a amostra em grupos diferentes, a fim de validar os resultados encontrados.

Para tanto, passou-se à análise da Amostra 2, que contém apenas empresas que, em algum momento, se envolveram em fraudes. Assim, foi analisado o comportamento do gerenciamento ao longo dos trimestres nessas empresas, levando em consideração o período pré-fraude e pós-fraude, cujos resultados estão a seguir:

Tabela 6

Distribuição das empresas fraudulentas por quartil de gerenciamento de resultados antes e após a descoberta da fraude

Período	Quartis (gerenciamento de resultados)				Total
	1º	2º	3º	4º	
Anterior a descoberta	68	67	61	83	279
	24,37%	24,01%	21,86%	29,75%	100%
Após a descoberta	123	125	131	109	488
	25,20%	25,61%	26,84%	22,34%	100%
Total	191	192	192	192	767

Fonte: elaborada pelos autores.

Nos trimestres anteriores à ocorrência das fraudes, a maioria das empresas (29,75%) estava concentrada no último quartil de gerenciamento de resultados. Quando se observa as mesmas empresas no período pós-descoberta da fraude (2ª linha), constata-se o deslocamento da maioria das empresas (26,84%) para o terceiro quartil, ou seja, antes da abertura do processo as empresas gerenciam mais. Apesar de não ser possível precisar exatamente a data de início de uma fraude, é possível afirmar que ela ocorreu necessariamente antes da abertura desse processo e com maior intensidade.

Esses resultados corroboram os achados da Amostra 1, na qual a maioria das empresas que se envolveram em fraude tinham maior volume de gerenciamento antes da abertura do processo, que é justamente o período de transição gerenciamento/fraudes.

Visando aprofundar ainda mais a discussão, passou-se à Amostra 3, com os seguintes procedimentos:

- (i) *Z-score* de Altman para as 20 empresas pareadas, resultado em 12 empresas na zona de risco (*Z-score* < 1,81);
- (ii) foi realizado um segundo pareamento e aplicação do *Z-score* de Altman, no qual 6 novos pares ainda estavam na situação na zona de risco; e
- (iii) foi realizado um terceiro pareamento e aplicação do *Z-score* de Altman, no qual 5 novos pares estavam na situação na zona de risco.

Assim, foi possível realizar pareamento, dentro dos parâmetros de confiabilidade, em 15 empresas, o que totalizou uma amostra final de 30 empresas.

Inicialmente foi realizado o teste *U* de *Mann-Whitney*, considerando a mesma quantidade de tempo, nesse caso expressa em anos antes e após a abertura do processo. Os resultados são apresentados na Tabela 7.

Tabela 7

Teste U de Mann-Whitney para fraudulentas pareadas

Ano do processo	Identificação	Prob > z
2010	Empresa A	0,1266
2010	Empresa B	0,5127
2012	Empresa C	0,7540
2013	Empresa D	0,3907
2013	Empresa E	0,8858
2014	Empresa F	0,0250*
2014	Empresa G	0,0547*
2014	Empresa H	0,0065***
2014	Empresa I	0,0547*
2015	Empresa J	0,1745
2016	Empresa K	0,0209*
2016	Empresa L	0,2482
2016	Empresa M	0,1489
2016	Empresa N	1,0000
2018	Empresa O	0,1213

Nota 1: Prob > |z| - teste U de Mann-Whitney.

Nota 2: nível de significância estatística: *** a 1%; ** a 5%; e * a 10% (bicaudal).

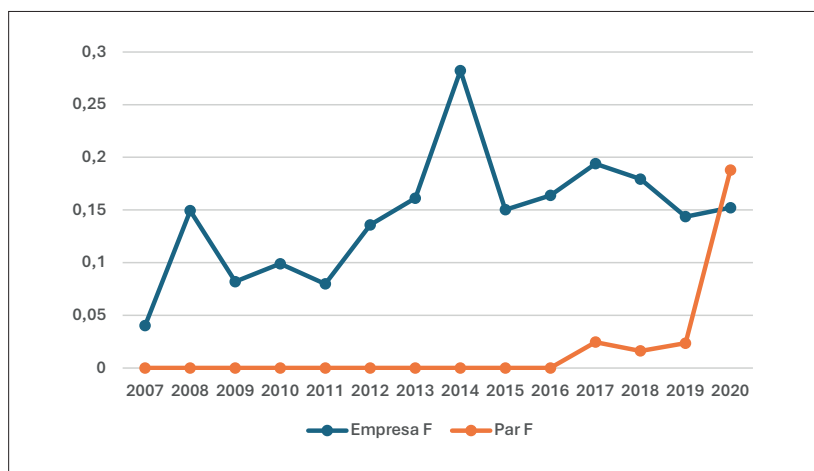
Nota 3: as empresas foram nomeadas de forma fictícia de "A a O".

Fonte: elaborada pelos autores.

O resultado do teste demonstra que das 15 empresas fraudulentas, apenas 5 tiveram medianas diferentes quando comparado o período pré e pós-fraude, quatro delas com abertura de processo em 2014 e uma com processo aberto em 2016. A partir desse resultado, foram realizadas representações gráficas (gerenciamento de resultados x anos) para cada uma dessas empresas com seu par correspondente.

Os gráficos evidenciam quando ocorreu o pico do volume de gerenciamento para cada empresa e o par correspondente, demonstrando se esse aumento tem relação com o negócio em si ou, de fato, pode estar relacionado a uma estratégia da empresa fraudulenta.

As Figuras 3 a 7 ilustram o pareamento para abertura do processo no ano de 2014.

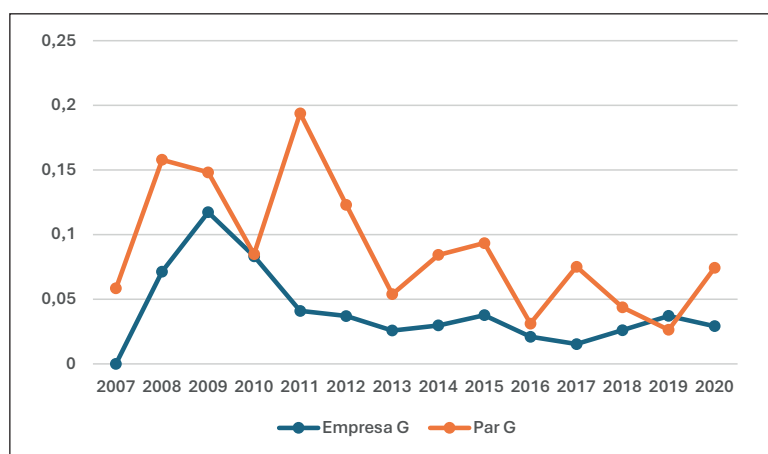


Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 3. Comportamento do gerenciamento de resultados – processo 2014

Em relação à Figura 3, é possível verificar que a empresa “Par F”, possui níveis de gerenciamento inferiores em praticamente em todo o período (2007-2019), só superada ligeiramente no ano de 2020. Outro fator de destaque é que o pico do gerenciamento ocorre propriamente no ano em que é aberto o processo, porém ele é crescente desde o ano de 2011, sendo mais acentuado a partir de 2013. Posteriormente à abertura do processo, o gerenciamento cai, todavia ele ainda é superior aos anos anteriores ao processo. Portanto, para a “Empresa F”, o volume de gerenciamento antes ou depois do processo é semelhante, porém nos anos anteriores ocorre uma variação maior.

A Figura 4 retrata um novo pareamento, nesse novo par acontece o contrário do que ocorreu na Figura 3. A empresa que serve de pareamento possui volume de gerenciamento superior em praticamente todo o período (com exceção do ano de 2019).

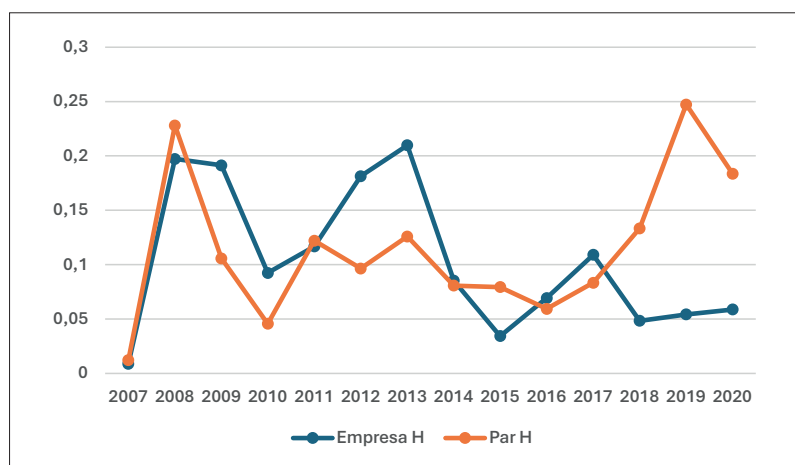


Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 4. Comportamento do gerenciamento de resultados – processo 2014

Quando se analisa somente o comportamento do gerenciamento na empresa fraudulenta, representada pela “Empresa G”, nota-se que o pico do gerenciamento ocorreu em 2009, cerca de 4 anos antes da abertura do processo, porém a empresa par também tem pico nessa data. Um dado semelhante à Figura 3 é que, após o ano de 2014, o gerenciamento não só reduziu, mas também se tornou menos variável.

Na Figura 5, que também analisa o processo de 2014, observa-se que o comportamento do gerenciamento de empresa fraudulenta *versus* não fraudulenta é bastante variável.

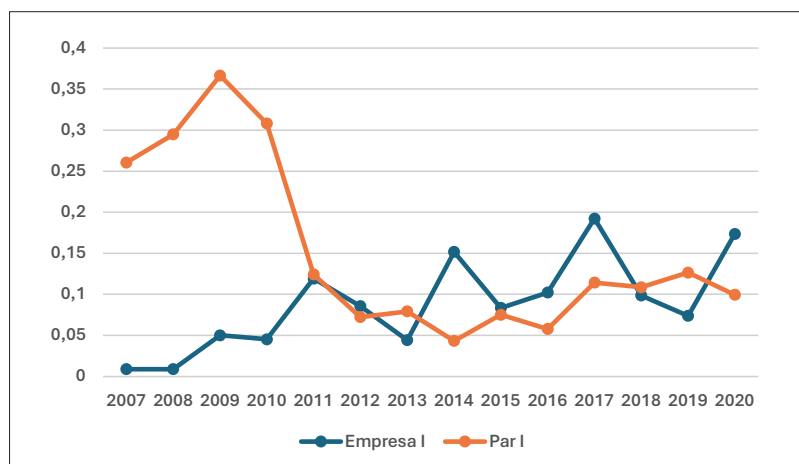


Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 5. Comportamento do gerenciamento de resultados – processo 2014

Todavia, fica claro que nos anos anteriores a 2014 há níveis mais altos de gerenciamento, ainda que a empresa par também possua. A diferença entre as empresas é em relação ao pós 2014, em que a empresa fraudulenta reduz o gerenciamento, enquanto a empresa par chega a atingir 0,25 (seu ponto mais alto) no ano de 2019. Outro ponto a ser destacado é que, no ano de 2013, a “Empresa H” atinge o seu nível máximo de gerenciamento, um ano antes da abertura do processo, enquanto o “Par H” tem redução nesse ano.

Na Figura 6, também do ano de 2014, é notório o quando o gerenciamento do “Par I” é superior à “Empresa I” até o ano de 2011. Posteriormente a essa data, o comportamento se inverte.

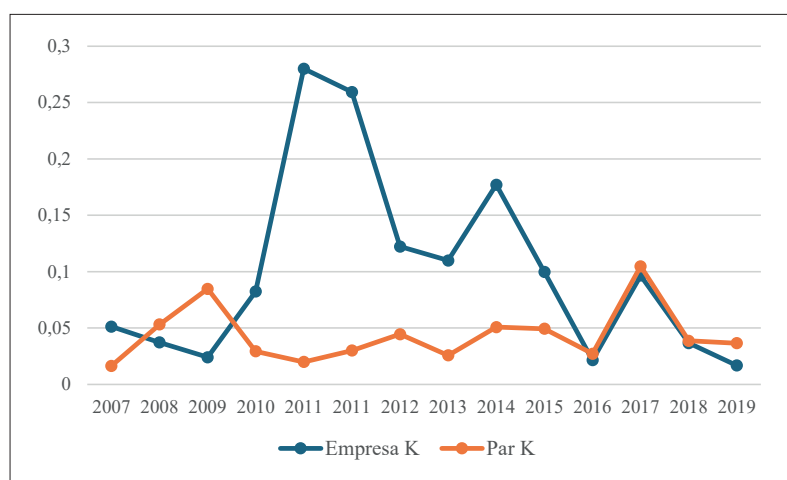


Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 6. Comportamento de gerenciamento de resultados – processo 2014

Assim como ocorreu na Figura 3, houve um aumento no gerenciamento no ano de 2014, porém nos anos seguintes ao processo esse gerenciamento continuou aumentando.

A Figura 7 representa o pareamento da “Empresa K”, que apresenta valores de gerenciamento superior ao do seu par quase todo o período de estudo. Chamam atenção dois valores, o máximo atingido no de 2011 e o segundo maior valor, no ano de 2015, um ano antes da abertura do processo.



Fonte: elaborada pelos autores.

Figura 7. Comportamento do gerenciamento de resultados – processo 2016

Além disso, o gerenciamento após o ano de 2016 é inferior ao gerenciamento anterior a essa data, e atingiu quase 0,00 no ano seguinte à abertura do processo.

As cinco figuras são limitadas do ponto de vista de representatividade da amostra, por conta da dificuldade no pareamento das empresas. Porém, de maneira geral, elas demonstraram que, em sua maioria (3 das 5), as empresas fraudulentas possuem níveis de gerenciamento superior a seu par (tamanho semelhante e mesmo setor) e, portanto, os impactos exógenos (economia, inflação etc.) repercutem de forma semelhante. Na maioria (3 de 5), também o gerenciamento reduziu após a abertura do processo administrativo da Comissão de Valores Mobiliários, o que corrobora os achados da Amostra 1 e da Amostra 2.

5. Considerações Finais

Com objetivo de investigar se em períodos anteriores a fraudes corporativas ocorre aumento no volume de gerenciamento, de forma geral, os resultados desta pesquisa evidenciam que altos níveis de gerenciamento precedem fraudes corporativas, o que corrobora a hipótese de pesquisa (Dechow et al., 1996; Im & Nam, 2019; Perols & Lougee, 2011; Ramírez-Orellana *et al.*, 2017; Song, Lee & Cho, 2013). Esse resultado traz algumas reflexões importantes.

Apesar dos benefícios aparentes do gerenciamento de resultados para as empresas no curto prazo, esse tipo de prática pode trazer sérios problemas à saúde financeira de uma empresa no médio/longo prazo, dado que o comportamento do grupo de empresas fraudulentas demonstrou que a mencionada prática se eleva com o passar dos anos, o que culmina na manipulação das informações financeiras por meio de fraude.

Ainda que se argumente que a prática do gerenciamento de resultados esteja dentro dos limites normativos, o que ainda assim é controverso, vide definição de gerenciamento de resultado de Healy e Wahlen (1999), os resultados evidenciam que tal prática deve ser, no mínimo, monitorada de perto pelos *gatekeepers* sob o risco de normalizar um comportamento viesado nas demonstrações financeiras que resulte em práticas fraudulentas.

Nesse sentido, a importância do monitoramento de empresas com crescimento do gerenciamento pode ser considerado como fator de alerta, não somente no que tange às práticas contábeis, *per si*, mas possivelmente para análise no que se refere ao ambiente interno da organização que leve ou estimule essa prática (Beardsley, Robinson, & Wong, 2021).

O estudo possui limitações estatísticas, uma vez que a amostra é reduzida, comum a estudos que buscam parear suas amostras com empresas fraudulentas (Lenard, Watkins, & Alam, 2007) e, portanto, as inferências podem não representar o comportamento da população. Pesquisas futuras podem utilizar diferentes metodologias, não só de classificação, como de análise de dados, além de ser interessante a comparação entre países, verificando, por exemplo, esse comportamento em países emergentes *versus* países desenvolvidos.

Referências

- Adi, A. N., Baridwan, Z., & Mardiaty, E. (2018). Profitability, Liquidity, Leverage and Corporate Governance Impact on Financial Statement Fraud and Financial Distress as Intervening Variable. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*, 5(200), 66-74.
- Albrecht, W.S., Albrecht, C.C., Albrecht, C., and Zimbelman, M. (2019), *Fraud Examination*, 6th ed, Cengage Learning, Boston, MA,
- Apostolou, B., & Hassell, J. M. (1993). An empirical examination of the sensitivity of the analytic hierarchy process to departures from recommended consistency ratios. *Mathematical and Computer Modelling*, 17(4-5), 163-170. [https://doi.org/10.1016/0895-7177\(93\)90184-Z](https://doi.org/10.1016/0895-7177(93)90184-Z)
- Beardsley, E. L., Robinson, J. R., & Wong, P. A. (2021). What's my target? Individual analyst forecasts and last-chance earnings management. *Journal of Accounting and Economics*, 101423. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2021.101423>
- 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)
- Campa, D., & Camacho-Miñano, M. del M. (2015). The impact of SME's pre-bankruptcy financial distress on earnings management tools. *International Review of Financial Analysis*, 42, 222-234. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.07.004>
- Collins, D. W., Pungaliya, R. S., & Vijh, A. M. (2017). The effects of firm growth and model specification choices on tests of earnings management in quarterly settings. *Accounting Review*, 92(2), 69-100. <https://doi.org/10.2308/accr-51551>
- 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>
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). Quality Earnings: The The Accruals Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(2002), 35-59.
- Dechow, P. M., G., sloan richard, & Sweeney, A. P. (1996). Causes and Consequences of Earnings of Firms Subjectnto Enforcement Action by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1995). Detecting Earnings Management. *Asian Financial Statement Analysis*, 70(2), 73-105. <https://doi.org/10.1002/9781119204763.ch4>
- DeMarzo, P. M., & Fishman, M. J. (2007). Optimal long-term financial contracting. *Review of Financial Studies*, 20(6), 2079-2128. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm031>
- Dharan, B. G., & Buifkins, W. R. (2008). Red Flags in Enron's Reporting of Revenues & Key Financial Measures. *Ssrn*, (7). <https://doi.org/10.2139/ssrn.1172222>
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The misrepresentation of earnings. *Financial Analysts Journal*. <https://doi.org/10.2469/faj.v72.n1.4>
- Espahbodi, R., Liu, N., & Weigand, R. A. (2021). Opportunistic earnings management or performance-related effects? Evidence from dividend-paying firms. *Global Finance Journal*, (May 2020), 100636. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2021.100636>
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2005.01.002>

- Grasso, L. P., Tilley, P. A., & White, R. A. (2009). The ethics of earning management: Perceptions after Sarbanes-Oxley. *Management Accounting Quarterly*, 11(1), 45-69.
- Guay, Wayne R.; Kothari, S.P; Watts, R. L. (1996). Discussion of a Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. *Journal of Accounting Research*, 34(1996), 107. <https://doi.org/10.2307/2491428>
- Hamid, F., Hashim, H. A., & Salleh, Z. (2012). Motivation for Earnings Management among Auditors in Malaysia. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 65(ICIBSoS), 239-246. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2012.11.117>
- 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.
- Im, C., & Nam, G. (2019). Does ethical behavior of management influence financial reporting quality? *Sustainability (Switzerland)*, 11(20), 1-16. <https://doi.org/10.3390/su11205765>
- Kukreja, G., Gupta, S. M., Sarea, A. M., & Kumaraswamy, S. (2020). Beneish M-score and Altman Z-score as a catalyst for corporate fraud detection. *Journal of Investment Compliance*, 21(4), 231-241. <https://doi.org/10.1108/joic-09-2020-0022>
- Lee, T. A., Ingram, R. W., & Howard, T. P. (1999). The Difference between Earnings and Operating Cash Flow as an Indicator of Financial Reporting Fraud. *Contemporary Accounting Research*, 16(4), 749-786. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1999.tb00603.x>
- Lenard, M. J., Watkins, A. L., & Alam, P. (2007). Effective Use of Integrated Decision Making: An Advanced Technology Model for Evaluating Fraud in Service-Based Computer and Technology Firms. *Journal of Emerging Technologies in Accounting*, 4(1), 123-137.
- Li, Y., Li, X., Xiang, E., & Geri Djajadikerta, H. (2020). Financial distress, internal control, and earnings management: Evidence from China. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 16(3), 100210. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2020.100210>
- Lim, T. C., Lim Xiu Yun, J., Liu, Y., & Jiang, H. (2012). Red Flag – Characteristics of Fraudulent U.S.-listed Chinese Companies. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, 1(10), 2226-8235. <https://doi.org/10.5465/amr.2011.0193>
- Maccarthy, J. (2017). Using Altman Z-Score and Beneish M- Score to detect financial fraud and corporate failure: a case study from Enron corporation. *International Journal of Finance and Accounting*. *International Journal of Finance and Accounting*, 6(6), 159-166. <https://doi.org/10.5923/j.ijfa.20170606.01>
- Moyes, G. D. (2007). The Differences in Perceived Level of Fraud-Detecting Effectiveness Of SAS No. 99 Red Flags Between External And Internal Auditors. *Journal of Business & Economics Research (JBER)*, 5(6), 9-26. <https://doi.org/10.19030/jber.v5i6.2551>
- Murcia, F. D.-R., & Borba, J. A. (2007). Estrutura para detecção do risco de fraude nas demonstrações contábeis: Mapeando o ambiente fraudulento. *Cep*, 12(3), 0.
- Niyama, J., Rodrigues, A. M., & Rodrigues, J. (2015). Some Thoughts on Creative Accounting and International Accounting Standards. *Revista Universo Contábil*, (61), 69-87. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015104>
- Perols, J. L., & Lougee, B. A. (2011). The relation between earnings management and financial statement fraud. *Advances in Accounting*, 27(1), 39-53. <https://doi.org/10.1016/j.adiac.2010.10.004>
- 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>
- Rahman, R. A., Sulaiman, S., Fadel, E. S., & Kazemian, S. (2016). Earnings Management and Fraudulent Financial Reporting: The Malaysian Story. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 12(2), 91-101. <https://doi.org/10.17265/1548-6583/2016.02.003>

- Ramírez-Orellana, A., Martínez-Romero, M. J., & Mariño-Garrido, T. (2017). Measuring fraud and earnings management by a case of study: Evidence from an international family business. *European Journal of Family Business*, 7(1-2), 41-53. <https://doi.org/10.1016/j.ejfb.2017.10.001>
- Song, D. B., Lee, H. Y., & Cho, E. J. (2013). The association between earnings management and asset misappropriation. *Managerial Auditing Journal*, 28(6), 542-567. <https://doi.org/10.1108/02686901311329919>
- Svabova, L., Kramarova, K., Chutka, J., & Strakova, L. (2020). Detecting earnings manipulation and fraudulent financial reporting in Slovakia. *Oeconomia Copernicana*, 11(3), 485-508. <https://doi.org/10.24136/OC.2020.020>
- Young, S. D. (2020). Financial Statement Fraud: Motivation, Methods, and Detection. *Corporate Fraud Exposed*, 321-339. <https://doi.org/10.1108/978-1-78973-417-120201021>
- Zang, A. Y. (2012). Evidence on the trade-off between real activities manipulation and accrual-based earnings management. *Accounting Review*, 87(2), 675-703. <https://doi.org/10.2308/accr-10196>
- Zhao, J., & Chen, C. (2008). An investigation of how to utilize products as a bridge to build relationships according to the 1P theory (in Chinese). *Journal of Wuhan Commercial Service College*, 03, 46-56

Autorregulação da aprendizagem em Contabilidade: uma análise do Ensino Remoto Emergencial

Lua Syrma Zaniah Santos

<https://orcid.org/0000-0003-3829-9530>

Caio Lucas Nadone

<https://orcid.org/0000-0002-0988-7774>

Carlos José dos Santos

<https://orcid.org/0000-0003-3575-9618>

Jacqueline Veneroso Alves da Cunha

<https://orcid.org/0000-0003-2522-3035>

Resumo

Objetivo: Analisar o comportamento dos estudantes de pós-graduação stricto sensu em Contabilidade quanto à autorregulação da aprendizagem no ambiente do Ensino Remoto Emergencial (ERE).

Método: Esta pesquisa se classifica como survey, descritiva e quantitativa e foi conduzida com estudantes regularmente matriculados em programas de pós-graduação stricto sensu em Contabilidade. Entre 2.266 estudantes matriculados em 2022, foram obtidas 109 respostas válidas, formando a amostra deste estudo. Em um primeiro momento, aplicou-se análises com base em estatísticas descritivas e análise de confiabilidade das escalas. Na sequência, foram realizados os testes de Kruskal-Wallis e de Correlação de Spearman, com o intuito de observar o comportamento dos estudantes de pós-graduação em Contabilidade no que tange às estratégias de autorregulação da aprendizagem.

Resultados: Os resultados evidenciaram que os estudantes fizeram uso do mecanismo de autorregulação da aprendizagem no ambiente de ERE, em um nível considerado como moderado. A dimensão de Estruturação do Ambiente obteve a maior média de pontos no nível de adoção das estratégias de autorregulação da aprendizagem, indicando que os estudantes obtiveram maiores inquietações relacionadas ao local do estudo, de modo a dirimir distrações e a torná-lo mais confortável.

Contribuições: Este trabalho contribui com a academia ao apontar o protagonismo dos estudantes em se auto-organizar, no intuito de obterem bons desempenhos em um contexto que exigiu graus variados de adaptabilidade e disciplina. Com uma compreensão mais aprofundada dos fatores que influenciam a autorregulação da aprendizagem, as instituições de ensino podem adotar abordagens mais eficazes para apoiar os alunos em sua jornada educacional, promovendo um ambiente de ensino e aprendizado mais produtivo e bem-sucedido.

Palavras-chave: Autorregulação; Ensino Remoto Emergencial; Contabilidade.

1. Introdução

No ano de 2020, iniciou-se no Brasil a crise econômica e sanitária de Covid-19 (SARS-CoV-2). No intuito de conter a disseminação do vírus, ocorreu a necessidade de medidas restritivas como o distanciamento social e o *lockdown*, o que gerou uma série de impactos tanto na economia brasileira, como também em nível mundial. Destaca-se que a pandemia do coronavírus trouxe de maneira acentuada o conceito de “adaptabilidade”, exigindo vários tipos de adequação em diversas áreas da sociedade (Nassif *et al.*, 2020).

No campo da educação, de acordo com a Organização das Nações Unidas para Educação, a Ciência e a Cultura (Unesco, 2020), a pandemia ocasionou a paralisação das atividades educacionais em escolas e em universidades, afetando mais de 90% dos estudantes no mundo. Nessas circunstâncias, uma alternativa foi a migração, a princípio temporária, do ensino presencial para o ERE. Essa medida foi anunciada por meio da Portaria n.º 343, de 17 de março de 2020, na qual o Ministério da Educação (MEC) autorizou, em caráter excepcional, a substituição das aulas presenciais por aulas em plataformas digitais, no período de duração da pandemia do novo coronavírus.

Hodges *et al.* (2020) argumentam que em contraste com as experiências planejadas e projetadas desde o início serem realizadas de forma on-line, o ERE é uma mudança temporária da educação presencial para um modelo alternativo devido às circunstâncias de crise. Ressalta-se que essa modalidade trouxe desafios para os discentes e docentes, uma vez que tiveram que alterar de modo repentino o formato como aconteciam as aulas e se adaptarem a um novo ambiente.

Nesse cenário, o ensino superior teria de se readaptar em face da pandemia. Destaca-se que, mesmo em caráter emergencial, as mudanças necessárias, como o uso da tecnologia, se refletem nos comportamentos de professores e alunos. Fogarty (2020) argumenta que o declínio das estruturas de apoio do ensino superior durante o período de pandemia elevou a necessidade de os estudantes serem mais autorregulados. Ainda, no entendimento do referido autor, para os professores, a mudança na modalidade ocasionou alterações no conteúdo, sendo necessário mais tempo de preparo para a instrução, tornando a carga de trabalho mais aparente.

Ao mesmo tempo, a crise sanitária de Covid-19 também se apresentou como uma oportunidade para a realização de alterações positivas na educação contábil, tendo em vista que o ensino on-line pode eliminar tempos de deslocamento para estudantes e membros do corpo docente e, ainda, refletir uma tendência mais ampla da profissão contábil para a digitalização (Sangster *et al.*, 2020). Salienta-se que, no contexto do ensino brasileiro, a pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade já exige um maior nível de autonomia por parte dos estudantes em relação à sua própria aprendizagem. Espejo *et al.* (2022) buscaram identificar expectativas, oportunidades, dificuldades e impactos dos mestrandos em programas de pós-graduação recém-implementados e concluíram que a pós-graduação acadêmica representa, para os estudantes, a oportunidade de ampliar os conhecimentos e a qualificação, além da expectativa de ingresso na carreira acadêmica. Em contrapartida, os mestrandos pesquisados evidenciaram como dificuldades problemas de adaptação, infraestrutura, falta de preparo do corpo docente, exigência do domínio de língua inglesa e também as altas demandas de tempo.

Nesse sentido, pesquisadores apontam que uma aprendizagem autorregulada é de extrema relevância para a obtenção do êxito no ensino remoto. Zimmerman (2000) explica que a autorregulação pode ser entendida como o grau de participação ativa dos alunos na sua aprendizagem, englobando aspectos metacognitivos, motivacionais e comportamentais. Barnard-Brak *et al.* (2010) elaboraram uma pesquisa com estudantes universitários matriculados em cursos on-line, e evidenciaram que os discentes com perfil de alta autorregulação, apresentaram desempenho acadêmico de maior sucesso. Perry *et al.* (2006) afirmam que os estudantes autorregulados atingem o sucesso acadêmico, tendo em vista que são propensos a assumir tarefas desafiadoras e a desenvolver uma compreensão profunda de temas específicos. Essas descobertas reforçam a necessidade de abordar a aplicação de estratégias de autorregulação da aprendizagem no contexto do ensino remoto emergencial, em alunos regularmente matriculados nos programas de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade do Brasil.

É importante ressaltar que, embora existam extensas pesquisas sobre autorregulação no contexto acadêmico, a ênfase tem sido amplamente centrada nos níveis de graduação (Hamdan *et al.*, 2021; Hong *et al.*, 2021; Jurisevic *et al.*, 2021; Silva, 2021; Souza *et al.*, 2018; Vilela & Silva, 2022; Vilkova & Shcheglova, 2021). Portanto, o cenário da pós-graduação *stricto sensu*, e mais especificamente da Contabilidade, permanece pouco explorado na literatura (Taghizade *et al.*, 2020). Nessa circunstância, emergiu a seguinte questão de pesquisa: **Qual o comportamento dos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade quanto à autorregulação da aprendizagem no ambiente do Ensino Remoto Emergencial?**

Assim, o objetivo deste trabalho foi analisar o comportamento dos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade quanto à autorregulação da aprendizagem no ambiente do Ensino Remoto Emergencial (ERE).

Além da contribuição para a literatura sobre a autorregulação da aprendizagem, este estudo contribui para as Instituições de Ensino Superior, uma vez que analisa o comportamento dos alunos diante das adversidades em um período de crise, e em contexto de ensino a distância. Desse modo, torna-se possível potencializar ações de adaptabilidade que possibilitem o melhor desempenho acadêmico dos alunos no processo de ensino-aprendizagem.

Adicionalmente, este trabalho pode contribuir para a atuação de futuros docentes, uma vez que a amostra compreende alunos de pós-graduação *stricto sensu*. Ademais, considera-se que o conhecimento da aprendizagem autorregulada dos estudantes poderá ser útil para fortalecer a própria aprendizagem desses indivíduos enquanto profissionais da área de Contabilidade, durante o processo de formação em cursos de pós-graduação. Nesse contexto, os conhecimentos acerca das estratégias de autorregulação tendem a ser mais fomentados na docência, de forma ampla, gerando, por consequência, aspectos positivos para o ensino.

Finalmente, destaca-se que possuir habilidades autorreguladas, como, por exemplo, o gerenciamento de tempo, faz com que o profissional desempenhe um papel crucial na vida acadêmica e isso torna-se essencial para o exercício da profissão contábil, haja vista a ocorrência de atualizações constantes das normas aplicáveis. Assim, entende-se que o profissional da contabilidade que desenvolve características de autorregulação no aprendizado poderá obter maior facilidade no enfrentamento das mudanças no mercado de trabalho.

A estrutura deste artigo compreende, além desta introdução (seção 1), um referencial teórico com embasamento na Teoria Social Cognitiva, e os principais trabalhos acerca da autorregulação da aprendizagem e o contexto de ensino remoto emergencial (seção 2). Posteriormente, apresenta-se a metodologia utilizada na pesquisa, incluindo os testes realizados, bem como a definição da amostra (seção 3), seguida dos resultados obtidos e suas respectivas discussões (seção 4) e, finalmente, evidenciam-se as considerações finais (seção 5).

2. Referencial Teórico

2.1 Teoria Social Cognitiva

Estudos que se dedicam aos processos de aprendizagem são realizados em contextos diversos. Especificamente neste trabalho, as considerações propostas pela Teoria Social Cognitiva se mostram elementares para as discussões pertinentes. Essa teoria se coloca como alicerce consolidado no âmbito da aprendizagem social e consiste em um referencial explicativo para a ação e desenvolvimento humanos (Bandura, 1986; Azzi, 2010).

A Teoria Social Cognitiva propõe um modelo explicativo para o comportamento humano que é traçado pelo determinismo recíproco, no qual comportamento, fatores pessoais e o ambiente operam interagindo como determinantes que se influenciam mutuamente (Bandura & Jourden, 1991; Bandura, 1986; Bandura, 1999; Azzi, 2010).

Idealizada por Albert Bandura, considera a perspectiva da agência para o autodesenvolvimento, a adaptação e a mudança (Bandura, 1986). Equivale a conceber o indivíduo como sendo responsável por influenciar, intencionalmente, o seu caminho e as circunstâncias. Nessa perspectiva, as pessoas são auto-organizativas, proativas, autorreguladoras e autorreflexivas e possuem a capacidade de contribuir e interferir nos acontecimentos à sua volta.

Considera que os indivíduos, enquanto agentes, são autorreguladores e não simplesmente planejadores e prognosticadores. Dessa maneira, Bandura (1986) salienta que, por meio da autoconsciência, as pessoas refletem sobre sua autoeficácia e sobre a integridade de seus pensamentos e atitudes e realizam ajustes quando julgam ser necessários. Adicionalmente, a autoeficácia percebida consiste em um constructo primordial da Teoria Social Cognitiva e está ligada às crenças de alguém em seu potencial para organizar e realizar ações que sejam essenciais para produzir certas realizações (Bandura, 1997).

A perspectiva de indivíduo agente aborda que esse indivíduo pode desenvolver sua capacidade de exercer o controle sobre a natureza e sobre a qualidade de sua vida e, portanto, é visto como agente ativo que interfere em sua própria motivação e ação (Bandura, 2009; Azzi, 2010). Bandura (1986) reflete que a agência humana se pauta em duas características: a intencionalidade e a extensão temporal da agência a partir da antecipação. No caso da primeira, considera-se que as intenções são formadas pelos planos e também pelas estratégias de ação que subsidiarão tal realização. A segunda característica diz respeito à previsão dos resultados prováveis dos atos a fim de guiar os esforços de forma antecipada.

Nessa perspectiva, o indivíduo, devido às suas capacidades humanas, como simbolização, antecipação, autorreflexão, autorregulação, possui um sistema autorreferente que o permite agir de forma intencional, com foco em objetivos específicos, bem como articular suas ações e antecipar possíveis resultados (Bandura, 2009; Azzi, 2010).

Tendo em vista esse encadeamento de ideias, as estratégias de aprendizagem abordadas nesta pesquisa configuram-se em mecanismos autorreguladores utilizados pelos indivíduos e que se relacionam com aspectos tais como a compreensão das informações, monitoramento do aprendizado, gestão do ambiente físico e social, bem como dos recursos disponíveis.

2.2 Autorregulação da Aprendizagem e o Contexto de Ensino Remoto Emergencial

Zimmerman (2013) define a autorregulação de aprendizagem como o nível em que os estudantes atuam de forma metacognitiva, motivacional e comportamental sobre seu processo de aprendizagem. Na visão de Schunk (2005), a aprendizagem autorregulada é vista como ferramenta que pode esclarecer o porquê da existência de diferenças de desempenho entre os estudantes, sendo utilizada como forma para atingir um melhor desempenho educacional. De acordo com Pintrich (1999), a autorregulação é um conjunto de estratégias adotadas pelos estudantes que culminam na regulação de suas aprendizagens. Zimmerman (1998) corrobora ao indicar que a autorregulação é o resultado do comportamento autogerado dos estudantes, organizados de maneira sistemática com foco no atingimento dos objetivos de aprendizagem.

A autorregulação da aprendizagem em um ambiente on-line difere-se da aprendizagem presencial. Fatores como flexibilidade do tempo, o uso de recursos tecnológicos e a utilização de ambientes virtuais de aprendizagem, aumentam os desafios, exigindo condutas autorreguladas para superá-los, sendo necessária a adoção de uma maior parcela de responsabilidade do estudante para atingir os seus objetivos de aprendizagem (Cavanaugh *et al.*, 2012; Ávila & Frison, 2016). Isso evidencia que é mais provável que os estudantes inseridos no ambiente de aprendizagem on-line estejam mais dispostos a adotar comportamentos de aprendizagem autorreguladas (Keegan, 2005; Barnard-Brak *et al.*, 2010).

Barnard-Brak *et al.* (2010) ressaltam que o comportamento da autorregulação da aprendizagem não acontece de forma igualitária em todos os domínios ou em todas as situações de aprendizagem. A partir dessa afirmação, é importante salientar a necessidade de ampliar estudos sobre o desenvolvimento da autorregulação da aprendizagem, considerando a inserção do estudante oriundo do ambiente presencial no ambiente de aprendizagem on-line. Destaca-se ser fundamental nesse processo compreender as características individuais que influenciam os resultados da autorregulação da aprendizagem (Cavanaugh *et al.*, 2012). Barnard-Brak *et al.* (2010) ponderam que inserir um estudante em um ambiente de aprendizagem on-line não o torna automaticamente um indivíduo autorregulado. Nesse aspecto, é fundamental que os educadores propiciem ferramentas que sejam capazes de contribuir com o desenvolvimento de habilidades de autorregulação, para que os estudantes se adaptem às novas ferramentas, novas tecnologias e ambientes virtuais de aprendizagem, criando estratégias que melhorem seu desempenho nesse novo contexto (Castro, 2016).

A pandemia da Covid-19 levou diferentes países a recomendarem ou tornarem obrigatória a implementação da aprendizagem remota no período. Coqueiro e Souza (2021) pontuam, que diferentemente da Educação a Distância (EaD), o ensino remoto possui caráter emergencial devido à sua transição do presencial para o ambiente virtual, nem sempre há a flexibilidade de horário e as aulas são realizadas no formato síncrono e assíncrono. As aulas síncronas, por sua vez, são realizadas por webconferência, permitindo que professores e alunos realizem interação em tempo real, semelhante ao que ocorre na educação presencial.

Wang *et al.* (2020) corroboram essa perspectiva ao afirmar que o ensino remoto emergencial é um método alternativo e temporário de ensino que foi implantado em resposta a uma situação de crise específica, e, portanto, difere-se da modalidade de Educação a Distância típica. Por definição, a EaD é caracterizada pela distância no tempo e/ou espaço entre os alunos e os recursos de aprendizagem (Bozkurt & Sharma, 2020).

A adoção da aprendizagem on-line em situação de emergência representa uma necessidade, e tem levado os especialistas em políticas públicas, cidadãos, professores e estudantes a encontrarem novas soluções que minimizem as dificuldades (Hodges *et al.*, 2020). Esse novo formato de aprendizagem, que surge como uma situação emergencial, tem provocado uma adaptação temporária na forma de transmissão do conteúdo em situações específicas, nas quais anteriormente existia a educação presencial (Affouneh *et al.*, 2020).

Antunes (2020) afirma que os atores envolvidos no processo de ensino-aprendizagem, no formato remoto, necessitam de atualizações constantes, novas abordagens de conteúdos, novas atitudes e novos procedimentos metodológicos. Isso demonstra que há uma necessidade de autorregulação em várias dimensões, “novos letramentos, novas práticas, novos meios de construir conhecimento e de estabelecer comunicação” (Cani *et al.*, 2020, p. 30). Com isso, a investigação da autorregulação da aprendizagem dos alunos inseridos nesse ambiente de aulas remotas torna-se relevante, podendo contribuir para o processo de ensino-aprendizagem.

Boor e Cornelisse (2021) delinearam *insights* sobre autorregulação durante o ensino remoto emergencial com base na experiência de alunos e professores. O principal achado do estudo revela que a pandemia da Covid-19 afetou a autorregulação de três maneiras: 1) interrompeu a estrutura curricular e o ritmo de estudo; 2) houve redução de *feedback* aos alunos; e 3) reduziu a interação entre estudantes e professores. Nesse caminho, as descobertas de Hamdan *et al.* (2021) sugerem que durante o ensino remoto emergencial os alunos enfrentaram dificuldades de se sentirem satisfeitos com o ambiente educacional, enquanto também demonstraram desafios em regular e controlar sua própria aprendizagem.

No estudo de Hong *et al.* (2021), é evidenciado que durante o *lockdown* do coronavírus, os indivíduos com altos níveis de procrastinação acadêmica tendiam a apresentar baixos níveis de autorregulação da aprendizagem on-line, o que resultou em uma elevação da percepção de ineficácia da aprendizagem nesse ambiente. Os autores esclarecem que a procrastinação acadêmica pode estar associada a várias razões, como, por exemplo, a falta de motivação, ansiedade e falta de organização. Ao investigar estudantes do curso de Ciências Contábeis durante o ERE, Vilela e Silva (2022), identificaram que os alunos se encontravam pouco motivados e com níveis elevados de sentimentos negativos, como mau-humor, desespero, estresse, ansiedade e/ou depressão, fatores que afetam o processo de ensino-aprendizagem, o que pode ocasionar evasão acadêmica e danos à saúde mental.

Por outro lado, Jurisevic *et al.* (2021) encontraram evidências de que os alunos mais propensos a estabelecer metas e aplicar estratégias para estruturar seu ambiente geralmente apresentaram uma perspectiva mais positiva em relação à vida, ao passo que mostraram uma menor propensão a utilizar estratégias de enfrentamento que envolvem a catastrofização, ou seja, amplificação exagerada dos problemas e suas consequências.

Biwer *et al.* (2021) constataram que os estudantes universitários que migraram para o ERE, no contexto da pandemia de Covid-19, apresentaram dificuldades em administrar o tempo, regular a atenção e esforços e, conseqüentemente, houve redução no desempenho acadêmico. Além disso, a pesquisa de Vilela e Silva (2022) apontou que algumas estratégias de autorregulação como autoconsequências, estabelecimento de metas e planejamento e organização e transformação foram menos utilizadas pelos acadêmicos de Ciências Contábeis.

3. Metodologia

3.1 Características e Amostra da Pesquisa

Esta pesquisa se classifica como *survey* ou levantamento, descritiva e quantitativa (Martins & Teóphilo, 2016). Para verificar o comportamento dos estudantes de pós-graduação em Contabilidade acerca dos mecanismos de autorregulação da aprendizagem, optou-se pela aplicação de um questionário on-line, que foi enviado aos programas de pós-graduação em Contabilidade no Brasil. A coleta de dados ocorreu entre dezembro de 2021 e janeiro de 2022. Inicialmente, foi realizado um levantamento no site da Plataforma Sucupira para obter a lista dos programas de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade e os endereços de *e-mails* institucionais. Em seguida, entrou-se em contato com a secretaria dos programas solicitando o encaminhamento do questionário para os alunos. Dos 2.266 estudantes regularmente matriculados nos cursos listados na Plataforma Sucupira, em 2022, 113 responderam à pesquisa. Contudo, verificou-se que 4 respondentes declararam que não estudaram na modalidade de Ensino Remoto Emergencial durante a pandemia de Covid-19, sendo excluídos da base de dados. Portanto, a amostra final ficou composta por 109 estudantes.

3.2 Instrumento de Coleta de Dados

O instrumento utilizado consistiu em duas partes: (i) perfil geral do participante, incluindo informações sobre gênero, idade, estado civil, exercício de alguma atividade remunerada ou não, concomitantemente ao curso, informações socioeconômicas, dentre outras; e (ii) escala OSLQ (*Online Self-Regulated Learning Questionnaire*) para identificar as estratégias de aprendizagem.

O OSLQ foi desenvolvido previamente por Barnard-Brak *et al.* (2010) para a avaliação de aprendizagem autorregulada dos estudantes americanos em ambientes de aprendizagem on-line. Conforme evidenciado por Rufini *et al.* (2021), o OSLQ tem sido o principal instrumento utilizado em pesquisas sobre a temática e, desde a sua proposição, análises de validade, confiabilidade e consistência do instrumento têm sido realizadas (Barnard-Brak *et al.*, 2010; Rodrigues *et al.*, 2016; Martinez-Lopez *et al.*, 2017; Lin *et al.*, 2017; Fung *et al.*, 2018; Taghizade *et al.*, 2020; Vilkova & Shcheglova, 2021; Rufini *et al.*, 2021).

O OSLQ foi inicialmente concebido visando atender à necessidade de um instrumento direcionado ao contexto on-line. Nessa primeira versão, foi composto por 86 itens derivados das concepções de aprendizagem autorreguladas de Zimmerman (1998). A versão final deste estudo gerou uma versão abreviada dirigida à cultura norte-americana considerando tanto o formato de curso on-line, quanto o formato de curso híbrido. Corroborar-se o fato de que esse instrumento tenha sido validado para o contexto brasileiro como resultado dos procedimentos de adaptação transcultural realizados por Rodrigues *et al.* (2016).

A escala é subdividida em seis dimensões, conforme Zimmerman (1998):

- a) Estabelecimento de Metas (EM): refere-se à especificação de ações ou resultados pretendidos;
- b) Estruturação do Ambiente (EA): envolve a seleção ou a criação de ambientes eficazes para a aprendizagem;
- c) Estratégias para Realização de Tarefas (ET): refere-se à análise de tarefas e à identificação de métodos de aprendizagem;
- d) Gerenciamento de tempo (GT): refere-se à estimativa e administração do tempo;
- e) Busca por ajuda (BA): é definido como a escolha de modelos, pessoas, professores ou livros específicos para auxiliar na aprendizagem; e
- f) Autoavaliação (AA): refere-se ao estabelecimento de padrões e ao seu uso para autojulgamento.

No referido instrumento, foram apresentadas 24 afirmações aos estudantes, que foram orientados a assinalar a opção que melhor representasse como eles se percebem em relação ao seu curso na modalidade de ERE em escala do tipo *Likert*, com variação de 1 (discordo totalmente) a 5 (concordo totalmente). Todos os itens da escala são positivos e, de acordo com Barnard-Brak *et al.* (2010), valores entre 1 e 2 indicam baixa frequência de autorregulação, entre 2,1 e 3,9, autorregulação moderada e, entre 4 e 5, alta frequência de autorregulação.

Destaca-se que a pesquisa ocorreu mediante o consentimento dos participantes, que assinaram o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE), bem como do Comitê de Ética e Pesquisa (Parecer n.º 5.723.488).

3.3 Técnicas de Análise dos Dados

A partir dos mecanismos evidenciados anteriormente, foram realizadas análises com base em estatísticas descritivas, análise de confiabilidade das escalas (Alfa de Croanbach), o teste de *Kruskal-Wallis* e a Correlação de Spearman, com o intuito de se observar o comportamento dos estudantes de pós-graduação em Contabilidade no que tange às estratégias de autorregulação da aprendizagem. A estatística descritiva foi utilizada para fornecer um conhecimento acerca do comportamento da amostra, descrevendo e conhecendo suas características (Maroco, 2010).

Suplementarmente, Martins e Teóphilo (2016) descrevem que a confiabilidade de um instrumento para coleta de dados consiste em sua coerência, que pode ser verificada por meio da constância dos resultados e, dessa forma, a confiabilidade de uma medida está ligada à confiança que inspira. Nesse contexto, o Alfa de Croanbach destaca-se como uma medida amplamente utilizada para mensurar a confiabilidade (Hair Jr *et al.*, 2009). Esse coeficiente varia de 0 a 1, sendo os valores de 0,60 a 0,70 considerados o limite inferior de aceitabilidade. O teste de *Kruskal-Wallis* é utilizado “para testar se duas ou mais amostras provêm de uma mesma população ou se de populações diferentes, ou se de igual modo, as amostras provêm de populações com a mesma distribuição” (Maroco, 2010, p. 227). Dessa forma, pretendeu-se verificar se existe diferença entre as características dos respondentes e as estratégias de aprendizagem adotadas entre os estudantes consultados. O teste de *Kruskal-Wallis* consiste em um teste não paramétrico e, portanto, foi necessário verificar, antecipadamente, a normalidade dos dados por meio do teste de *Kolmogorov-Smirnov*, justificando-se, dessa maneira, tal escolha metodológica. Os resultados evidenciaram um valor-p igual a 0,00, reforçando a rejeição da hipótese nula de normalidade dos dados, ao nível de 5% de significância.

Ainda, as correlações entre as variáveis foram analisadas por meio do teste de correlação de *Spearman*, adequado para dados que não seguem uma distribuição normal, caso deste estudo. Esse coeficiente pode variar entre -1 e 1 e a correlação pode ser classificada como forte, média, fraca (Cohen, 1988; Brites, 2007). Nesse sentido, os coeficientes foram analisados da seguinte maneira: o valor 0 denota ausência de correlação; +/-]0 - 0,25] correlação muito fraca; +/-]0,25 - 0,40] correlação fraca; +/-]0,40 - 0,60] correlação média; +/-]0,60 - 0,75] correlação média forte; +/-]0,75 - 0,90] correlação forte; +/-]0,90 - 1[correlação muito forte; +/- 1 correlação perfeita. O sinal informa o sentido da associação entre as variáveis analisadas, seja ela positiva ou negativa (Brites, 2007).

4. Análise e Discussão dos Resultados

4.1 Perfil dos Respondentes

Verificou-se que a idade média dos estudantes de pós-graduação em Contabilidade consultados neste trabalho foi de aproximadamente 36 anos, sendo a maioria (58,7%) do gênero feminino, e, 41,3% do gênero masculino. Dos 109 respondentes, 56% são indivíduos casados, seguidos por 38,5% de solteiros, além de 3,7% de divorciados(as) e 0,9% com estado civil de viúvo(a) e também 0,9% em união estável.

Em relação à realização de atividade remunerada concomitantemente ao curso, há predominância do grupo que respondeu de forma afirmativa (69,7%), em detrimento dos que não desenvolvem outras atividades remuneradas simultaneamente ao curso (30,3%). No que tange ao perfil relacionado à classe social/econômica, foi possível perceber que a maioria dos respondentes considera-se pertencer à classe C (45,9%), seguidos por 32,1% que declararam pertencer à classe D, de 15,6% B, 4,6% de classe E e, por último, 1,8% A.

De maneira adicional, observou-se que 73,4% dos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade que responderam à pesquisa, encontravam-se em nível de mestrado, e, de forma complementar, 26,6% cursavam o doutorado. No que tange ao perfil regional da amostra analisada, atestou-se que 55% das respostas são referentes a estudantes matriculados na região Sudeste do Brasil, além de 34,9% na região Sul, 6,4% na região Nordeste e 3,7% no Centro-Oeste. Ressalta-se que não houve representantes da região Norte do Brasil dentre os pesquisados, devido ao fato de tal região não possuir cursos de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade até a data da realização deste estudo.

4.2 Análise das Respostas do OSLQ (Online Self-Regulated Learning Questionnaire)

Para verificar a confiabilidade da escala utilizada no OSLQ (*Online Self-Regulated Learning Questionnaire*), executou-se no *software* estatístico IBM® SPSS®, o teste de Alfa de Croanbach. O teste apresentou um alfa de 0,863, valor considerável de consistência, evidenciando a adequação do instrumento utilizado para medir o que se propõe (Landis & Koch, 1977).

Após a análise preliminar acerca da confiabilidade do instrumento de coleta de dados, passou-se para a exploração dos resultados obtidos por meio das respostas ao questionário. A Tabela 1 apresenta os resultados obtidos com a aplicação do OSLQ, para cada afirmativa do instrumento e conforme as seis dimensões (Zimmerman, 1998). Considera-se que quanto maior a pontuação total obtida na escala, maior é a adoção das estratégias de aprendizagem. Valores entre 1 e 2 indicam baixa frequência de autorregulação, entre 2,1 e 3,9, autorregulação moderada e, entre 4 e 5, alta frequência de autorregulação (Barnard-Brak *et al.*, 2010).

A observação dos valores de desvio-padrão das questões contribui para identificar a homogeneidade das assertivas. A pergunta n.º 5, que se relaciona ao comprometimento da qualidade do trabalho devido ao fato deste ser na modalidade a distância, apresentou o maior desvio (1,45). Posteriormente, a pergunta n.º 21, sobre fazer um resumo do aprendizado para refletir sobre o aprendizado, na disciplina, obteve um desvio de 1,38. Tais achados de descrição dos dados sinalizam a heterogeneidade de adoção das estratégias de aprendizagem, de forma geral, pelos estudantes analisados. Os maiores pontos de diferenciação entre as percepções se devem por divergências a respeito da qualidade do trabalho desempenhado em razão do mesmo ser realizado na modalidade a distância e em relação à prática de elaboração de resumos no processo de aprendizado, dentre outras, apresentadas na Tabela 1, como as relativas aos hábitos de leitura em voz alta no intuito de atenuar distrações, ou de preparação antecipada de perguntas para os *chats*.

Tabela 1

Resultados da aplicação do Questionário de Autorregulação da Aprendizagem On-line – OSLQ

Dimensão	Questões	Médias	Desvio-Padrão	Mediana	Mín	Máx
Estabelecimento de Metas	1. Eu defino metas para a realização das minhas tarefas em cursos on-line.	4,04	0,91	4	1	5
	2. Eu defino metas de curto prazo (diário ou semanal), bem como metas de longo prazo.	3,92	0,99	4	1	5
	4. Eu defino metas que me ajudam com o tempo de estudo dedicado para os meus cursos a distância.	3,78	0,96	4	1	5
	5. Eu não comprometo a qualidade do meu trabalho por ele ser a distância.	3,77	1,45	4	1	5
	3. Eu mantenho um alto padrão de aprendizagem no meu curso.	3,63	0,93	4	2	5
	Média da Dimensão	3,83				
Estruturação do Ambiente	7. Eu procuro um lugar confortável para estudar.	4,54	0,73	5		5
	8. Eu sei onde posso estudar de forma mais eficiente quando me dedico ao estudo a distância.	4,46	0,78	5		5
	6. Eu escolho o local onde eu estudo para evitar distrações.	4,39	0,83	5		5
	9. Eu escolho um horário do dia para estudar que tenha poucas distrações.	3,89	1,14	4		5
	Média da Dimensão	4,32				

Dimensão	Questões	Médias	Desvio-Padrão	Mediana	Mín	Máx
Estratégias para Realização de Tarefas	10. Eu tento fazer esquemas e anotações relacionadas com os conteúdos.	4,10	1,04	4		5
	13. Costumo utilizar material extra do que foi disponibilizado na plataforma.	3,81	1,20	4		5
	12. Eu preparo minhas perguntas antes de entrar nos <i>chats</i> e fóruns de discussões.	3,00	1,35	3		5
	11. Eu costumo ler os materiais em voz alta para não sofrer distrações.	2,45	1,36	2		5
	Média da Dimensão	3,34				
Gerenciamento do Tempo	14. Eu reservo tempo extra para estudar para minhas disciplinas on-line.	3,68	1,15	4		5
	15. Agendo dias específicos da semana para estudar para meu curso	3,40	1,26	4		5
	16. Tento distribuir meu tempo estudando uniformemente todos os dias.	3,23	1,32	3		5
	Média da Dimensão	3,44				
Busca por Ajuda	17. Procuro amigos para tirar dúvidas sobre os conteúdos quando preciso.	3,83	1,28	4		
	18. Compartilho meus problemas com os colegas on-line de forma que saibamos o que nos traz dificuldades e como solucionar nossos problemas.	3,53	1,29	4		
	20. Eu costumo pedir ajuda ao tutor ou professor através de e-mail ou mensagem via plataforma.	3,20	1,35	3		
	19. Quando necessário, eu tento encontrar meus colegas de curso presencialmente.	1,78	1,14	1		
	Média da Dimensão	3,08				
Autoavaliação	22. Faço reflexão e questionamentos sobre o material do curso disponibilizado.	3,46	1,17	3		
	23. Me comunico com meus colegas para refletir como está meu andamento no curso.	3,30	1,30	3		
	24. Costumo fazer comparativos entre o que estou aprendendo e o que meus colegas estão aprendendo.	2,78	1,34	3		
	21. Eu costumo fazer um resumo do meu aprendizado para refletir sobre o que aprendi na disciplina.	2,71	1,38	2		
	Média da Dimensão	3,06				
Média Geral da OSLQ		3,53				

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no software SPSS.

De maneira geral, o nível de autorregulação da aprendizagem no ambiente de ERE pode ser considerado moderado, para a amostra utilizada, como evidenciou a média geral de 3,53 pontos na escala. Este resultado corrobora com os achados de Silva (2021). De maneira detalhada, observou-se que a dimensão de Estruturação do Ambiente obteve a maior média de pontos (4,32) no nível de adoção das estratégias de autorregulação da aprendizagem, tal como também foi observado nos resultados de Silva (2021) e que se alinha com os achados de Vilela e Silva (2022), o que pode sinalizar um maior esforço e necessidade de adaptação por parte dos estudantes no período de transição entre o estudo presencial e o on-line, que foram impostos no período da pandemia Covid-19 com a implementação do ERE. Nesse sentido, os alunos se preocuparam de forma mais intensa com questões relacionadas ao local do estudo, de forma a dirimir distrações e a torná-lo mais confortável.

A dimensão relacionada ao Estabelecimento de Metas obteve a segunda maior pontuação média, em termos de adoção das estratégias de autorregulação (3,83). Os estudantes enfatizaram neste aspecto, que definem metas para a realização das tarefas on-line, tanto de curto, quanto de longo prazo. Estes resultados corroboram com os achados de Jurisevic *et al.* (2021), em que os alunos relataram o uso frequente dessas duas estratégias de aprendizagem autorreguladas. Por outro lado, esses achados divergem parcialmente do estudo de Vilela e Silva (2022), que apontou que o estabelecimento de metas e planejamento e organização e transformação, foram menos utilizadas pelos acadêmicos de Ciências Contábeis.

Em seguida, as dimensões de Gerenciamento de Tempo, Estratégias para Realização de Tarefas, Busca por Ajuda e Autoavaliação, configuraram, em ordem decrescente de nível de adoção, as demais dimensões de autorregulação de aprendizagem utilizadas pelos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade, com médias de pontuações de 3,44, 3,34, 3,08 e 3,06 pontos, respectivamente.

4.3 Distribuição da Amostra

Os resultados foram analisados conjuntamente, considerando-se as Correlações de Spearman e o teste de *Kruskal-Wallis* (K-W), que permite a realização de análise acerca de uma possível diferença entre as características dos respondentes e as estratégias de aprendizagem adotadas. Inicialmente, realizou-se por meio do *software* SPSS o teste de K-W entre as variáveis gênero, realização de algum tipo de atividade, remunerada ou não, concomitante ao curso, classe social, tipo de curso *stricto sensu*, idade e região, com as variáveis de pontuação total da escala do Questionário on-line de Autorregulação da Aprendizagem e com cada uma das assertivas, individualmente.

As tabelas de 2 a 7 detalham os coeficientes das correlações e as classificações médias oriundas dos testes de K-W com seus respectivos p-valores, por dimensão da escala, considerando-se nas análises as variáveis de Pontuação Total, os grupos analisados e as respectivas assertivas. Adicionalmente, essas tabelas apresentam a posição média do grupo em relação a todas as observações, de acordo com o teste de *Kruskal-Wallis* e as perguntas que compõem o OSLQ (*Online Self-Regulated Learning Questionnaire*), correspondendo às assertivas que abrangem de p1 a p24.

Como se pode observar na Tabela 2, as estratégias de autorregulação da aprendizagem que compõem a dimensão Estabelecimento de Metas com maiores associações são P2, P3 e P4. A afirmativa que se refere à definição de metas de curto e de longo prazos (P2), correlaciona-se positivamente a afirmativa sobre manter um alto padrão de aprendizagem no curso (P3) e também à definição de metas que auxiliem com o tempo de estudo dedicado ao estudo a distância (P4).

Em seguida, constatou-se que não houve diferenças estatísticas significativas entre a maioria dos grupos mencionados e a pontuação total dos indivíduos na escala aplicada, exceto para o item relacionado a exercer ou não atividade remunerada concomitantemente ao curso. Sobre esse ponto, Biwer *et al.* (2021) elucidaram que os estudantes universitários que se deslocaram para o ERE no contexto da pandemia do Covid-19, apresentaram, de forma geral, limitações para administrar o tempo, regular a atenção e esforços, e consequentemente, experimentaram uma redução no desempenho acadêmico.

Apenas o perfil relacionado a exercer ou não atividade remunerada concomitantemente ao curso obteve um resultado significativo a 10% de significância no teste de *Kruskal-Wallis*, com a variável Pontuação Total na escala de autorregulação, tal como ocorrido na pesquisa de Silva (2021) em relação à variável classe social dos indivíduos.

Tabela 2

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Pontuação Total da OSQL e Dimensão Estabelecimento de Metas

	Pontuação Total da OSQL	P1	P2	P3	P4	P5
P1		1,00				
P2		0,62*	1,00			
P3		0,36*	0,339**	1,00		
P4		0,60*	0,652**	0,507*	1,00	
P5		0,17	0,218*	0,343*	0,229**	1,00
Comparação entre Grupos						
Masculino	50,46	50,29	51,83	55,57	50,56	56,33
Feminino	58,20	58,31	57,23	54,60	58,13	54,06
<i>p-value</i>	0,21	0,16	0,36	0,87	0,19	0,69
Exerce Atividade remunerada	58,41	58,56	55,39	47,89	48,59	40,36
Não Exerce Atividade remunerada	47,14	53,45	54,83	58,09	57,78	61,36
<i>p-value</i>	0,09***	0,41	0,93	0,10***	0,14	0,00*
Classe E	64,80	65,80	76,30	71,80	67,90	71,20
Classe D	50,90	51,04	52,30	52,59	45,11	54,06
Classe C	55,60	57,89	54,69	51,55	58,48	51,06
Classe B	60,85	56,06	58,15	63,59	63,82	60,35
Classe A	37,50	16,00	30,00	68,50	33,75	84,00
<i>p-value</i>	0,68	0,26	0,36	0,38	0,10***	0,30
Sul	59,53	53,91	56,84	58,66	55,47	55,36
Sudeste	52,93	56,13	53,36	54,25	53,03	55,34
Nordeste	57,57	54,64	59,93	48,00	65,93	53,00
Centro-Oeste	38,63	49,00	53,50	43,75	61,00	50,00
<i>p-value</i>	0,54	0,96	0,91	0,67	0,71	0,98
Casado(a)	53,96	56,75	55,03	53,75	55,57	58,58
Solteiro(a)	53,90	52,89	55,05	56,68	53,36	48,33
Divorciado(a)	59,13	61,75	53,00	51,38	51,63	55,88
Viúvo(a)	97,00	49,00	91,50	31,00	61,00	84,00
Outros	106,00	16,00	22,50	99,00	96,50	84,00
<i>p-value</i>	0,34	0,66	0,62	0,55	0,71	0,30
Entre 22 e 30 anos:	45,43	55,74	51,93	55,57	54,25	45,96
Entre 31 e 40 anos	57,40	52,55	55,02	54,02	52,37	59,82
Entre 41 e 50 anos	62,81	66,29	58,07	59,83	62,43	55,90
Acima de 51 anos	61,37	36,31	59,88	45,50	53,81	63,38
<i>p-value</i>	0,17	0,09***	0,71	0,85	0,64	0,17
Mestrado	56,50	57,00	60,16	48,72	53,10	52,17
Doutorado	52,10	54,28	53,13	57,28	55,69	56,03
<i>p-value</i>	0,56	0,67	0,28	0,19	0,69	0,55

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no *software* SPSS.

Essa diferença significativa sugere que existe uma diferenciação entre a realização ou não de atividades remuneradas e a autorregulação da aprendizagem no contexto do ensino remoto emergencial em estudantes de pós-graduação em Contabilidade.

Aqueles que estão envolvidos em atividades remuneradas enquanto cursam a pós-graduação podem enfrentar desafios adicionais na gestão de seu tempo e recursos. A necessidade de equilibrar o trabalho remunerado com os compromissos acadêmicos pode influenciar sua autorregulação da aprendizagem. Um contexto possível é que esses estudantes podem ter um maior senso de responsabilidade e disciplina para gerenciar seu tempo de forma eficaz, o que pode levar a uma pontuação mais alta em autorregulação.

Por outro lado, a diferença significativa também pode indicar que os estudantes que não trabalham enquanto estudam podem ter mais tempo e recursos disponíveis para se dedicar aos estudos, o que também poderia influenciar positivamente sua autorregulação da aprendizagem. Portanto, a análise desses resultados pode sugerir que o equilíbrio entre trabalho remunerado e estudos desempenha um papel importante na autorregulação da aprendizagem desses estudantes. Esses achados trazem reflexões compatíveis ao argumento levantado por Castro (2016), salientando que os educadores devam contribuir por meio da oferta de ferramentas que auxiliem no desenvolvimento de habilidades de autorregulação, para que os estudantes se adaptem ao contexto dos ambientes virtuais de aprendizagem, e criem estratégias que melhorem seu desempenho nessas circunstâncias.

As faixas de idade entre os estudantes se apresentaram significativamente diferentes no que tange aos comportamentos de autorregulação, individualmente, indicando que a faixa etária dos estudantes pode influenciar seu comportamento e a abordagem individual em relação ao aprendizado on-line. A significância da variável Idade com a assertiva P1 pode sugerir que diferentes faixas etárias podem adotar maneiras distintas para definir metas de aprendizado. O fato de exercer ou não uma atividade remunerada concomitantemente ao curso mostrou diferenças significativas em relação às respostas para os itens P3 e P5 do questionário, corroborando o que a análise de correlação já havia sinalizado. Esses achados podem ser relevantes para as instituições de ensino, pois destacam a importância de reconhecer e construir estratégias que considerem tais diferenças relacionadas ao perfil dos alunos que cursam a pós-graduação. Além disso, eles podem fornecer *insights* para o desenvolvimento de estratégias que ajudem esses estudantes a equilibrar suas responsabilidades e a obter sucesso acadêmico.

Adicionalmente, os resultados apontaram que diferentes grupos de classes sociais, apresentaram diferenças em relação ao comportamento de definir metas que auxiliem com o tempo de estudo dedicado para os cursos a distância (P4).

A Tabela 3 evidencia que as estratégias de autorregulação da aprendizagem que compõem a dimensão Estruturação do Ambiente, P6 e P7, apresentaram as maiores associações. Dessa forma, a procura por um local confortável para estudar (P6) associa-se significativa e positivamente com a escolha do local de estudo para evitar distrações (P7). Ao passo que, para essa última, há uma associação positiva em relação ao conhecimento sobre onde estudar de forma mais eficiente quando o estudante se dedica ao estudo a distância (P8).

Tabela 3

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Dimensão Estruturação do Ambiente

	P6	P7	P8	P9
P6	1,00			
P7	0,691*	1,00		
P8	0,535*	0,644*	1,00	
P9	0,269*	0,305**	0,348*	1,00
Comparação entre Grupos				
Masculino	52,72	50,94	50,78	49,99
Feminino	56,60	57,85	57,97	58,52
<i>p-value</i>	0,48	0,18	0,18	0,14
Exerce atividade remunerada	49,74	50,73	50,77	52,71
Não exerce atividade remunerada	57,28	56,86	56,84	55,99
<i>p-value</i>	0,20	0,27	0,29	0,60
Classe E	55,30	74,50	66,60	66,60
Classe D	53,39	50,36	49,73	50,30
Classe C	54,80	53,74	52,92	58,13
Classe B	58,85	63,21	68,85	57,68
Classe A	54,75	49,25	52,50	7,25
<i>p-value</i>	0,98	0,24	0,14	0,12
Sul	52,28	49,84	57,29	52,59
Sudeste	55,58	57,22	53,62	54,97
Nordeste	71,71	74,50	62,57	69,29
Centro-Oeste	42,88	36,63	40,75	53,38
<i>p-value</i>	0,31	0,06***	0,56	0,60
Casado(a)	55,52	54,17	54,43	53,56
Solteiro(a)	53,14	55,82	53,94	54,92
Divorciado(a)	54,75	49,25	64,25	70,25
Viúvo(a)	78,50	74,50	76,00	50,00
Outros	78,50	74,50	76,00	90,50
<i>p-value</i>	0,81	0,85	0,79	0,62
Entre 22 e 30 anos:	49,24	51,97	45,60	51,72
Entre 31 e 40 anos	55,23	57,42	55,86	56,08
Entre 41 e 50 anos	61,67	56,79	67,05	55,36
Acima de 51 anos	60,69	49,25	58,38	61,81
<i>p-value</i>	0,40	0,73	0,04**	0,83
Mestrado	52,19	51,57	52,60	54,93
Doutorado	56,02	56,24	55,87	55,03
<i>p-value</i>	0,53	0,42	0,58	0,99

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no *software* SPSS.

Além disso, a análise dos resultados revelou diferenças significativas em relação à escolha do ambiente de estudo para evitar distrações (P7), destacando variações significativas entre as regiões. Adicionalmente, observou-se divergências na compreensão sobre os ambientes de estudo mais eficazes no contexto de ensino a distância, com disparidades relacionadas à faixa etária (P8). Algumas pesquisas anteriores corroboram parcialmente tais achados. Aguiar e Silva (2017) realizaram uma análise comparativa do perfil de estudantes de Ciências Contábeis, na modalidade presencial e a distância, quanto ao uso de estratégias autorreguladas na aprendizagem. Os autores concluíram que a modalidade de ensino, o semestre, a idade e o gênero podem ser associados à utilização de estratégias de aprendizado autorregulado.

As assertivas relacionadas às estratégias para realização de tarefas mostraram correlações mais fracas, mesmo que significativas, conforme evidenciado na Tabela 4. Na comparação entre os grupos, o gênero dos estudantes mostrou-se significativo com as assertivas P10 e P11. Esses resultados indicam que, apesar de não haver diferenças significativas em termos de adoção total de instrumentos de autorregulação de aprendizagem, o gênero dos estudantes está associado a diferenças específicas nos comportamentos de estudo e de aprendizagem, tais como o de fazer esquemas e anotações relacionadas com os conteúdos (P10) e ao hábito de realizar leituras em voz alta para atenuar distrações (P11). De maneira semelhante aos achados, Souza *et al.* (2018) verificaram que os estudantes de graduação em Contabilidade, do gênero feminino, tendem a desenvolver mais estratégias de aprendizagem do que os estudantes do gênero masculino.

Tabela 4

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Dimensão Estratégias para Realização de Tarefas

	P10	P11	P12	P13
P10	1,00			
P11	0,14	1,00		
P12	0,326*	0,289*	1,00	
P13	0,221**	0,12	0,378*	1,00
Comparação entre Grupos				
Masculino	49,13	49,17	56,90	51,99
Feminino	59,13	59,10	53,66	57,12
<i>p-value</i>	0,08***	0,10***	0,59	0,38
Exerce atividade remunerada	51,61	53,59	53,53	53,74
Não exerce atividade remunerada	56,47	55,61	55,64	55,55
<i>p-value</i>	0,43	0,75	0,74	0,78
Classe E	55,60	52,80	37,10	59,80
Classe D	55,67	54,27	52,54	57,26
Classe C	52,51	53,36	55,78	53,76
Classe B	62,12	58,91	63,03	52,15
Classe A	43,50	81,00	55,00	58,75
<i>p-value</i>	0,80	0,75	0,54	0,96
Sul	60,14	55,70	59,59	56,45
Sudeste	51,98	54,47	52,92	54,76
Nordeste	60,64	54,21	48,64	54,43
Centro-Oeste	41,63	57,75	53,75	45,88
<i>p-value</i>	0,41	0,99	0,70	0,93
Casado(a)	52,63	53,35	59,34	52,75
Solteiro(a)	56,80	56,74	48,23	56,02
Divorciado(a)	67,88	66,63	48,75	61,25
Viúvo(a)	84,00	19,50	55,50	89,50
Outros	43,50	71,50	99,50	89,50
<i>p-value</i>	0,66	0,64	0,24	0,53
Entre 22 e 30 anos:	56,91	57,97	49,60	54,84
Entre 31 e 40 anos	53,36	50,37	53,55	54,25
Entre 41 e 50 anos	55,60	58,00	62,69	53,45
Acima de 51 anos	54,75	61,13	66,06	64,06
<i>p-value</i>	0,96	0,59	0,33	0,85
Mestrado	49,88	52,28	52,03	50,91
Doutorado	56,86	55,99	56,08	56,48
<i>p-value</i>	0,28	0,58	0,55	0,40

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no software SPSS.

Na dimensão Gerenciamento do Tempo, não houve diferenças estatisticamente distintas entre os grupos, conforme detalhado nos resultados dos testes de K-W, na Tabela 5. Nessa dimensão, as correlações também foram consideradas de intensidades mais fracas, mesmo que significativas.

Tabela 5

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Dimensão Gerenciamento do Tempo

	P14	P15	P16
P14	1,00		
P15	0,364*	1,00	
P16	0,370*	0,337*	1,00
Comparação entre Grupos			
Masculino	54,56	53,51	51,24
Feminino	55,31	56,05	57,64
<i>p-value</i>	0,90	0,67	0,29
Exerce atividade remunerada	56,35	49,50	57,38
Não exerce atividade remunerada	54,41	57,39	53,97
<i>p-value</i>	0,76	0,22	0,60
Classe E	61,90	68,70	53,00
Classe D	52,89	53,36	52,56
Classe C	55,17	53,38	57,54
Classe B	60,82	61,15	58,79
Classe A	21,00	37,75	7,00
<i>p-value</i>	0,47	0,64	0,23
Sul	60,71	57,38	60,49
Sudeste	51,34	52,99	50,21
Nordeste	59,07	62,50	62,93
Centro-Oeste	48,50	49,38	60,88
<i>p-value</i>	0,47	0,79	0,35
Casado(a)	51,57	56,88	56,66
Solteiro(a)	57,87	50,30	50,55
Divorciado(a)	57,13	69,00	55,00
Viúvo(a)	95,00	40,00	98,00
Outros	95,00	97,00	98,00
<i>p-value</i>	0,33	0,39	0,30
Entre 22 e 30 anos:	55,65	55,26	48,31
Entre 31 e 40 anos	52,26	49,07	54,88
Entre 41 e 50 anos	54,24	63,36	61,60
Acima de 51 anos	70,00	66,06	66,81
<i>p-value</i>	0,50	0,23	0,29
Mestrado	56,69	53,38	55,50
Doutorado	54,39	55,59	54,82
<i>p-value</i>	0,73	0,74	0,92

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no *software* SPSS.

Observou-se, de maneira adicional, que a assertiva P17 sobre procurar amigos para tirar dúvidas sobre os conteúdos associa-se positivamente à afirmativa apresentada sobre o compartilhamento de problemas com os colegas on-line (P18). A significância dessas questões em relação à idade pode sugerir que estudantes de diferentes idades têm diferentes níveis de disposição para compartilhar problemas e se comunicar com colegas para aprimorar seu aprendizado, tal como destacado na Tabela 6. Boor e Cornelisse (2021) discutem esses resultados. Os autores constataram que a pandemia da Covid-19 afetou a autorregulação em vários aspectos, e, dentre eles, reduziu a interação entre estudantes e professores.

Ademais, verificou-se que o aspecto “gênero” foi estatisticamente relevante nas respostas relacionadas a assertiva P20, indicando que o gênero dos estudantes está associado a diferenças específicas nos comportamentos de estudo e de aprendizagem, tais como o de pedir ajuda ao tutor ou professor através de e-mail ou mensagem via plataforma.

Tabela 6

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Busca por Ajuda

	P17	P18	P19	P20
P17	1,00			
P18	0,639*	1,00		
P19	0,14	0,17	1,00	
P20	0,303*	0,310*	0,247*	1,00
Comparação entre Grupos				
Masculino	53,16	51,00	51,61	48,89
Feminino	56,30	57,81	57,38	59,30
<i>p-value</i>	0,59	0,25	0,29	0,08***
Exerce atividade remunerada	49,98	49,64	49,26	48,82
Não exerce atividade remunerada	57,18	57,33	57,49	57,68
<i>p-value</i>	0,25	0,23	0,16	0,17
Classe E	56,40	54,20	46,70	73,00
Classe D	46,91	51,40	52,54	52,57
Classe C	60,50	58,28	58,54	52,84
Classe B	53,47	54,71	52,21	61,71
Classe A	68,50	40,50	54,00	49,50
<i>p-value</i>	0,32	0,83	0,79	0,55
Sul	52,03	55,42	58,11	58,03
Sudeste	58,87	56,35	54,26	52,62
Nordeste	43,57	52,79	57,07	54,43
Centro-Oeste	45,25	34,63	33,00	63,00
<i>p-value</i>	0,42	0,59	0,39	0,80
Casado(a)	53,20	52,89	55,81	55,59
Solteiro(a)	55,60	55,87	51,44	53,05
Divorciado(a)	60,00	59,13	62,00	45,00
Viúvo(a)	87,50	93,00	91,00	98,00
Outros	87,50	93,00	91,00	98,00
<i>p-value</i>	0,61	0,48	0,37	0,35
Entre 22 e 30 anos:	44,12	43,13	52,85	48,15
Entre 31 e 40 anos	63,48	61,49	57,18	57,46
Entre 41 e 50 anos	55,50	59,90	53,31	57,14
Acima de 51 anos	51,19	55,25	56,00	64,38
<i>p-value</i>	0,04**	0,05**	0,90	0,42
Mestrado	56,02	51,41	57,16	47,00
Doutorado	54,63	56,30	54,22	57,90
<i>p-value</i>	0,83	0,46	0,63	0,10

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no *software* SPSS.

Além disso, a faixa etária também se difere em relação ao entendimento acerca do hábito de elaborar resumos e refletir sobre o aprendizado adquirido (P21).

As correlações oriundas das variáveis relacionadas à autoavaliação não ultrapassaram o patamar de 0,48, como se pode observar na Tabela 7. No que se refere às comparações entre os grupos, o gênero revelou-se como um aspecto que difere sobre a realização de reflexões e questionamentos sobre o material disponibilizado do curso (P22). Essa mesma assertiva foi significativa considerando-se a região onde se encontra o curso de pós-graduação.

A significância da questão P23 em relação à idade pode sugerir que estudantes de diferentes idades têm diferentes níveis de disposição para se comunicarem com seus colegas para refletirem sobre seus andamentos ao longo do curso e, semelhante à assertiva P22, também foi significativamente distinta em relação à região.

Tabela 7

Testes de Correlação e de Kruskal-Wallis: Autoavaliação

	P21	P22	P23	P24
P21	1,00			
P22	0,480*	1,00		
P23	0,348*	0,469*	1,00	
P24	0,17	0,262*	0,317*	1,00
Comparação entre Grupos				
Masculino	57,61	60,96	55,98	58,13
Feminino	53,16	50,81	54,31	52,80
<i>p-value</i>	0,46	0,09***	0,78	0,37
Exerce atividade remunerada	49,15	49,55	47,91	55,48
Não exerce atividade remunerada	57,54	57,37	58,08	54,79
<i>p-value</i>	0,19	0,22	0,11	0,91
Classe E	52,00	68,40	58,70	67,90
Classe D	49,54	54,66	51,30	54,77
Classe C	59,02	53,80	56,80	56,47
Classe B	60,18	53,53	54,35	45,18
Classe A	13,50	70,00	71,00	73,50
<i>p-value</i>	0,19	0,82	0,86	0,49
Sul	60,37	64,29	53,21	61,43
Sudeste	52,88	52,37	60,49	51,01
Nordeste	55,71	48,14	22,36	54,14
Centro-Oeste	34,50	18,25	46,75	55,25
<i>p-value</i>	0,36	0,02**	0,02**	0,45
Casado(a)	58,08	51,28	52,52	49,40
Solteiro(a)	49,06	59,12	57,37	60,25
Divorciado(a)	51,25	47,50	46,88	71,63
Viúvo(a)	84,50	97,00	97,00	62,00
Outros	102,00	97,00	97,00	102,50
<i>p-value</i>	0,24	0,23	0,33	0,15

	P21	P22	P23	P24
Entre 22 e 30 anos:	44,01	51,03	47,31	47,71
Entre 31 e 40 anos	56,03	57,07	63,90	61,79
Entre 41 e 50 anos	63,83	50,29	56,17	53,76
Acima de 51 anos	72,56	72,38	33,44	50,19
<i>p-value</i>	0,03**	0,28	0,02**	0,23
Mestrado	52,26	51,07	62,84	47,60
Doutorado	55,99	56,43	52,16	57,68
<i>p-value</i>	0,58	0,42	0,11	0,13

Notas: (***) significativo a 10%; (**) a 5% e a (*) 1% de significância.

Fonte: elaborada pelos autores a partir dos testes realizados no *software* SPSS.

Observou-se, finalmente, que o estado civil dos estudantes e o tipo de curso *stricto sensu* não se diferenciam entre os grupos em suas respostas sobre as estratégias de autorregulação da aprendizagem, em nenhuma das dimensões da escala. Portanto, nota-se um comportamento distinto nos estudantes de pós-graduação que responderam ao OSLOQ, o que denota que as práticas autorreguladoras de aprendizagem, no contexto do ERE, podem ter sofrido adaptações e reformulações nos grupos da amostra estudada.

5. Considerações Finais

Este estudo buscou analisar o comportamento dos estudantes de pós-graduação *stricto sensu* em Contabilidade quanto à autorregulação da aprendizagem no ambiente do Ensino Remoto Emergencial. O principal achado desta pesquisa refere-se ao fato de que os estudantes analisados fazem uso do mecanismo de autorregulação da aprendizagem no ambiente ERE, em um nível considerado moderado, de forma geral, como evidenciou a média geral de 3,52 pontos na escala. A adoção das estratégias de aprendizagem se mostrou contundente em um contexto peculiar de ensino, que se estabeleceu na passagem de um ensino tradicionalmente presencial para uma conjuntura on-line durante o enfrentamento da emergência sanitária decretada em função do novo coronavírus (Covid-19). Percebe-se o protagonismo dos estudantes em se auto-organizarem, no intuito de obterem bons desempenhos em um contexto que exigiu graus variados de adaptabilidade e disciplina.

Especificamente, observou-se que a dimensão de Estruturação do Ambiente obteve a maior média de pontos (4,32) no nível de adoção das estratégias de autorregulação da aprendizagem, considerado na faixa de alta frequência de adoção, o que pode indicar um maior esforço e necessidade de adaptação por parte dos estudantes no período de transição entre o estudo presencial e o on-line, acentuados no período da utilização do ERE. Dessa maneira, os alunos se preocuparam mais com questões relacionadas ao local do estudo, de forma a dirimir distrações e a torná-lo mais confortável.

A dimensão relacionada ao Estabelecimento de Metas obteve a segunda maior pontuação média, em termos de adoção das estratégias de autorregulação (3,83). Em seguida, as dimensões de Gerenciamento de Tempo, Estratégias para Realização de Tarefas, Busca por Ajuda e Autoavaliação, configuraram, em ordem decrescente de nível de adoção, as demais dimensões de autorregulação de aprendizagem utilizadas pelos estudantes de pós-graduação em Contabilidade. Deste modo, esta pesquisa obteve apontamentos de que os estudantes pesquisados utilizaram todas as dimensões de autorregulação da aprendizagem on-line, em frequências distintas, mas que denotaram, em conjunto, serem úteis ao processo de ensino-aprendizagem no ERE. Salienta-se, ainda, o fato de que a modalidade de atividades on-line tem perspectiva de se concretizar no âmbito das instituições de ensino e a ganhar um espaço cada vez mais amplo, como contextualizado no presente trabalho.

O teste de *Kruskal-Wallis* apontou não haver diferenças estatisticamente significativas entre a pontuação total na escala de autorregulação de aprendizagem on-line e os grupos: gênero, classe social, tipo de curso *stricto sensu*, idade e região. Contudo, a variável relacionada à realização de algum tipo de atividade, remunerada ou não, concomitante ao curso, mostrou-se significativa em relação à pontuação total de uso de estratégias de aprendizagem autorreguladas. Complementarmente, o teste subsidiou achados de que existem diferenças significativas entre alguns dos grupos estudados em relação a práticas específicas, ao se considerar as assertivas, individualmente, em relação ao comportamento dos componentes dos grupos.

Os resultados deste estudo corroboram achados de pesquisas anteriores, tais como as de Souza *et al.* (2018) Aguiar e Silva (2017), Jurisevic *et al.* (2021) e Silva (2021) e trazem implicações significativas tanto do ponto de vista teórico quanto prático. Teoricamente, esta investigação contribui para a compreensão mais aprofundada da autorregulação da aprendizagem em um contexto de crise, como a pandemia de Covid-19, ampliando o conhecimento existente em torno da temática. Além disso, a pesquisa lança luz sobre como fatores demográficos, como idade, gênero e atividades paralelas podem influenciar o comportamento de autorregulação dos estudantes em ambientes de ensino remoto.

Do ponto de vista prático, os resultados oferecem informações para as instituições de ensino superior e programas de pós-graduação, que podem adaptar suas estratégias de ensino e suporte com base nas necessidades específicas dos estudantes. Isso inclui a implementação de programas de orientação personalizados, apoio à autorregulação da aprendizagem e ferramentas de comunicação para facilitar a interação entre os estudantes. Além disso, esses achados podem orientar a criação de políticas educacionais mais eficazes em tempos de crise, como a pandemia, e fornecer *insights* sobre como promover a aprendizagem autônoma em situações desafiadoras.

Como limitações deste trabalho, cabe ressaltar o fato de que os resultados encontrados não extrapolam a amostra pesquisada e, também, a restrição relacionada aos dados transversais (*cross-sectional data*), pois essa configuração de dados não fornece uma visão completa das mudanças ao longo do tempo. Isso pode dificultar a compreensão de tendências, causas e efeitos, uma vez que não é possível identificar variações longitudinais. Ainda, a aplicação dos questionários em um contexto de ERE pode influenciar os resultados devido às características específicas de alunos, professores e ao próprio contexto e cenário vivenciados. Em situações de regularidade, os alunos escolhem a modalidade de ensino, as instituições podem desenvolver estratégias de ensino mais elaboradas e os professores têm a oportunidade de se preparar adequadamente para o ensino a distância ou remoto.

Para investigações futuras, propõe-se averiguar se tais comportamentos se confirmam em amostras diferentes, como, por exemplo, com os estudantes de graduação, com o propósito de comparar os resultados entre esses graus de escolaridade. Propõe-se, também, que análises qualitativas mais aprofundadas sejam realizadas, a fim de promover discussões acerca das motivações, contextos, dificuldades e outros fatores relevantes que tenham o potencial de interferir no processo de autorregulação da aprendizagem on-line.

Referências

- Affouneh, S., Salha, S., & Khlaif, Z. N. (2020). Designing quality e-learning environments for emergency remote teaching in coronavirus crisis. *Interdisciplinary Journal of Virtual Learning in Medical Sciences*, 11(2), 135-137. <https://doi.org/10.30476/IJVLMS.2020.86120.1033>
- Aguiar, J. H. S., & Silva, A. C. R. (2017). Aprendizado autorregulado em Contabilidade: uma análise comparativa entre discentes de modalidade presencial e a distância. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 16(48), 7-23. <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v16n48.2374>
- Antunes, J. M. F., Neto. (2020). Sobre ensino, aprendizagem e a sociedade da tecnologia: por que se refletir em tempo de pandemia? *Prospectus*, 2(1), 28-38. <https://doi.org/10.5281/zenodo.5559765>

- Ávila, L. T., & Frison, L. M. B. (2016). A autorregulação da aprendizagem e a formação de professoras do campo na modalidade de ensino a distância. *RIED. Revista Iberoamericana de Educación a Distancia*, 19(1), 271-286. <https://doi.org/10.5944/ried.19.1.14487>
- Azzi, R. G. (2010). Mídias, transformações sociais e contribuições da teoria social cognitiva. *Psico*, 41(2), pp. 252-258. Recuperado de <https://revistaseletronicas.pucrs.br/index.php/iberoamericana/N%C3%83%C6%92O%20https://www.scimagojr.com/index.php/revistapsico/article/view/5202>
- Bandura, A. (1986). *Social foundations of thought and action: a social cognitive theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Bandura, A. (1997). *Self-efficacy: The exercise of control*. New York: WH Freeman.
- Bandura, A. (1999). Social cognitive theory: An agentic perspective. *Asian journal of social psychology*, 2(1), 21-41. <https://doi.org/10.1111/1467-839X.00024>
- Bandura, A. (2009). Social cognitive theory of mass communication. *Media Psychology*, (pp. 110-140). Routledge.
- Bandura, A., & Jourden, F. J. (1991). Self-regulatory mechanisms governing the impact of social comparison on complex decision making. *Journal of personality and social psychology*, 60(6), 941-951. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.60.6.941>
- Barnard-Brak, L., Paton, V. O., & Lan, W. Y. (2010). Profiles in self-regulated learning in the online learning environment. *International Review of Research in Open and Distributed Learning*, 11(1), 61-80. <https://doi.org/10.19173/irrodl.v11i1.769>
- Biwer, F., Wiradhany, W., Oude, E. M., Hospers, H., Wasenitz, S., Jansen, W., & Bruin, A. (2021). Changes and Adaptations: How University Students Self-Regulate Their Online Learning During the COVID-19 Pandemic. *Frontiers in psychology*, 12(1), 1-12. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2021.642593>
- Boor, I., & Cornelisse, S. (2021). How to encourage online self-regulation of students. *Communications of the Association for Information Systems*, 48(1), 211-217. <https://doi.org/10.17705/1CAIS.04827>
- Bozkurt, A., & Sharma, R. C. (2020). Emergency remote teaching in a time of global crisis due to Coronavirus pandemic. *Asian Journal of Distance Education*, 15(1), 1-6. <https://doi.org/10.5281/zenodo.3778083>
- Brites, R. (2007). *Manual de técnicas e métodos quantitativos Tomo-1*. Programa PIR PALOP II: Projecto Consolidação das Capacidades da Administração Pública, Lisboa, Portugal. Recuperado de https://social.stoa.usp.br/articles/0016/4635/Manual_MA_todos_Quantitativos_Tomo_1.pdf
- Cani, J. B., Sandrini, E. G. C., Soares, G. M., & Scalzer, K. (2020). Educação e covid-19: a arte de reinventar a escola mediando a aprendizagem “prioritariamente” pelas TDIC. *Revista Ifes Ciência*, 6(1), 23-39. <https://doi.org/10.36524/ric.v6i1.713>
- Castro, R. F. (2016). Autorregulação da aprendizagem no ensino superior à distância: o que dizem os estudantes? *Revista Brasileira de Ensino Superior*, 2(2), 15-26. <https://doi.org/10.18256/2447-3944/rebes.v2n2p15-26>
- Cavanaugh, T., Lamkin, M. L., & Hu, H. (2012). Using a generalized checklist to improve student assignment submission times in an online course. *Journal of Asynchronous Learning Networks*, 16(4), 39-44. <https://doi.org/10.24059/olj.v16i4.235>
- Cohen J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. New York: Routledge Academic
- Coqueiro, N. P. S., & Sousa, E. C. (2021). A educação a distância (EAD) e o ensino remoto emergencial (ERE) em tempos de Pandemia da Covid 19. *Brazilian Journal of Development*, 7(7), 66061-66075. <https://doi.org/10.34117/bjdv7n7-060>
- Espejo, M. M. S. B., Silva, S. D. Yahiro, A. A., Lima, J. P. R., & Vendramin, E. D. O. (2022). A vivência na pós-graduação à luz de Vygotsky: o que dizem e sentem os alunos de ciências contábeis? *Revista Enfoque: Reflexão Contábil*, 41(2), 23-41. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v41i2.52440>

- Fogarty, T. J. (2020). Accounting education in the post-COVID world: looking into the Mirror of Erised. *Accounting Education*, 29(6), 563–571. <https://doi.org/10.1080/09639284.2020.1852945>
- Fung, J. J., Yuen, M., & Yuen, A. H. (2018). Validity Evidence for a Chinese Version of the Online Self-Regulated Learning Questionnaire with Average Students and Mathematically Talented Students. *Measurement and Evaluation in Counselling and Development*, 51(2), 111–124. <https://doi.org/10.1080/07481756.2017.1358056>
- Hair Jr., J. F., Black, W. C., Babin, B. J., Anderson, R. E., & Tatham, R. L. (2009). *Análise multivariada de dados*. (6ª ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Hamdan, K. M., Al-Bashaireh, A. M., Zahran, Z., Al-Daghestani, A., Samira, A. H., & Shaheen, A. M. (2021). University students' interaction, Internet self-efficacy, self-regulation and satisfaction with online education during pandemic crises of COVID-19 (SARS-CoV-2). *International Journal of Educational Management*, 35(3), 713–725. <https://doi.org/10.1108/IJEM-11-2020-0513>
- Hodges, C. B., Moore, S., Lockee, B. B., Trust, T., Bond, M. A. (2020). The difference between emergency remote teaching and online learning. *Educause Review*. Recuperado de <https://er.educause.edu/articles/2020/3/the-difference-between-emergency-remote-teaching-and-online-learning>
- Hong, J. C., Lee, Y. F., & Ye, J. H. (2021). Procrastination predicts online self-regulated learning and online learning ineffectiveness during the coronavirus lockdown. *Personality and individual differences*, 174(1), 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.paid.2021.110673>
- Jurisevic, M., Lavrih, L., Lisic, A., Podlogar, N., & Zerak, U. (2021). Higher education students' experience of emergency remote teaching during the Covid-19 pandemic in relation to self-regulation and positivity. *CEPS Journal*, 11(Special Issue), 241–262. <https://doi.org/10.25656/01:23660>
- Keegan, D. (Ed.). (2005). *Theoretical principles of distance education*. Routledge.
- Landis, J. R., & Koch, G. G. (1977). The measurement of observer agreement for categorical data. *biometrics*, 33(1), 159–174. <https://doi.org/10.2307/2529310>
- Lin, C-H., Zhang, Y., & Zheng, B. (2017). The Roles of Learning Strategies and Motivation in Online Language Learning: A Structural Equation Modeling Analysis. *Computers & Education*, 113(1), 75–85. <https://doi.org/10.1016/j.cub.2017.05.064>
- Maroco, J. (2010). *Análise estatística: com utilização do SPSS*. (3 ed.). Lisboa: Edições Sílabo.
- Martins, G. A., & Theóphilo, C. R. (2016). *Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas*. São Paulo. 3.ed. São Paulo: Atlas.
- Martinez-Lopez, R., Yot, C., Tuovila, I., & Perera-Rodríguez, V. H. (2017). Online Self-Regulated Learning Questionnaire in a Russian MOOC. *Computers in Human Behavior*, 75(1), 966–974. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2017.06.015>
- Nassif, V. M. J., Corrêa, V. S., & Rossetto, D. E. (2020). Estão os empreendedores e as pequenas empresas preparadas para as adversidades contextuais? Uma reflexão à luz da pandemia do COVID-19. *Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas*, 9(2), 1–12. <http://dx.doi.org/10.14211/regepe.v9i2.1880>
- Perry, N., Phillips, L., & Hutchinson, L. (2006). Mentoring student teachers to support Self-Regulated Learning. *The Elementary School Journal*, 106(3), 237–254. <https://doi.org/10.1086/501485>
- Pintrich, P. R. (1999). The role of motivation in promoting and sustaining self-regulated learning. *International journal of educational research*, 31(6), 459–470. [https://doi.org/10.1016/S0883-0355\(99\)00015-4](https://doi.org/10.1016/S0883-0355(99)00015-4)
- Plataforma Sucupira (2022). *Cursos Avaliados e Reconhecidos*. Recuperado de <https://sucupira.capes.gov.br/sucupira/public/consultas/coleta/programa/quantitativos/quantitativoPrograma.jsf?areaAvaliacao=27&areaConhecimento=60200006>

- Portaria nº 343, de 17 de março de 2020 (2020). Dispõe sobre a substituição das aulas presenciais por aulas em meios digitais enquanto durar a situação de pandemia do Novo Coronavírus -COVID-19. DOU Diário Oficial da União, Brasília, 17 mar. 2020. p.53. Recuperado de <https://www.mec.gov.br/>
- Rodrigues, L. R., Ramos, J. L. C., Silva, J. C., Gomes, A. S., & Fonseca, J. A. V. (2016). Validação de um Instrumento de Mensuração de Autorregulação da Aprendizagem em Contexto Brasileiro Usando Análise Fatorial Confirmatória [Validation of a self-Regulation Learning Measurement Instrument in the Brazilian Context Using Confirmatory Factor Analysis]. *Novas Tecnologias na Educação*, 14(1), 1-10. <https://doi.org/10.22456/1679-1916.67337>
- Rufini, S. E., Fernandes, J. G., Bianchini, L. G. B., & Alliprandini, P. M. Z. (2021). Versão Brasileira do Online Self-Regulated Learning Questionnaire (OSLQ): Evidências de Validade. *Psicologia: Teoria e Pesquisa*, 37(1), 1-12. <https://doi.org/10.1590/0102.3772e37547>
- Sangster, A., Stoner, G., & Flood, B. (2020). Insights into accounting education in a COVID-19 world. *Accounting Education*, 29(5), 431–562. <https://doi.org/10.1080/09639284.2020.1808487>
- Souza, J. R., Santos, L. S. Z., Cunha, J. V. A., & Avelino, B. C. (2018). Prorrogação da Gratificação Acadêmica e sua Relação com as Estratégias de Autorregulação da Aprendizagem. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 12(2), 237-259. <https://doi.org/10.17524/repec.v12i2.1693>
- Schunk, D. H. (2005). Self-regulated learning: The educational legacy of Paul R. Pintrich. *Educational psychologist*, 40(2), 85-94. https://doi.org/10.1207/s15326985ep4002_3
- Silva, A. D. S. (2021). A autorregulação da aprendizagem em estudantes de cursos presenciais das áreas de química quando inseridos em um contexto on-line (trabalho de conclusão de curso). Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de Pernambuco, Ipojuca, Brasil.
- Taghizade, A., Azimi, E., & Mirzaee, R. (2020). Validity Evidence for a Persian Version of the Online Self-Regulated Learning Questionnaire. *Interdisciplinary Journal of Virtual Learning in Medical Sciences*, 11(1), 13-24. <https://doi.org/10.30476/IJVLMS.2020.84802.1017>
- Organização das Nações Unidas para a Educação, a Ciência e a Cultura. (2020). A Comissão Futuros da Educação da Unesco apela ao planejamento antecipado contra o aumento das desigualdades após a Covid-19. Recuperado de <https://pt.unesco.org/news/comissao-futuros-da-educacao-da-unesco-apela-ao-planejamento-antecipado-o-aumento-das>
- Vilela, N. G. S., & da Silva, B. N. (2022). Autorregulação, motivação e qualidade de vida dos discentes de Ciências Contábeis no ensino remoto. *Revista Brasileira de Contabilidade e Gestão*, 11(21), 021-037. <https://doi.org/10.5965/2764747111212022021>
- Vilkova, K., & Shcheglova, I. (2021). Deconstructing self-regulated learning in MOOCs: In search of help-seeking mechanisms. *Education and information Technologies*, 26(1), 17-33. <https://doi.org/10.1007/s10639-020-10244-x>
- Wang, G., Zhang, Y., Zhao, J., Zhang, J., & Jiang, F. (2020). Mitigate the effects of home confinement on children during the COVID-19 outbreak. *The Lancet*, 395(1), 945-947. [https://doi.org/10.1016/S0140-6736\(20\)30547-X](https://doi.org/10.1016/S0140-6736(20)30547-X)
- Zimmerman, B. J. (1998). Academic studying and the development of personal skill: A self-regulatory perspective. *Educational psychologist*, 33(2-3), 73-86. <https://doi.org/10.1080/00461520.1998.9653292>
- Zimmerman, B. (2000). Self-efficacy: an essential motive to learn contemporary educational. *Contemporary Educational Psychology*, 25(1), 82-91. <https://doi.org/10.1006/ceps.1999.1016>
- Zimmerman, B. J. (2013). From cognitive modeling to self-regulation: A social cognitive career path. *Educational psychologist*, 48(3), 135-147. <https://doi.org/10.1080/00461520.2013.794676>

Múltiplas faces da carga tributária dos bancos brasileiros a partir de variações da *Effective Tax Rate*

Lorena Almeida Campos

<https://orcid.org/0000-0001-6447-3294>

José Alves Dantas

<https://orcid.org/0000-0002-0577-7340>

Resumo

Objetivo: Examinar o comportamento da carga efetiva de tributos sobre o lucro dos bancos brasileiros, comparando *proxies* da *Effective Tax Rate* [ETR] no curto e no longo prazos. A agressividade tributária é considerada como a capacidade de apresentar/manter ETR abaixo da alíquota nominal, independentemente de estar ou não em conformidade com a legislação.

Método: Foram realizadas análises por meio de exemplo ilustrativo e estatísticas descritivas de quatro variações da ETR – *Gaap*, *Gaap* Ajustada, Corrente e Corrente Ajustada – em períodos de um, cinco e dez anos.

Resultados: Os testes com dados de 2000 a 2022 demonstram que a ETR varia entre 26% e 48%, em termos médios, conforme *proxy* e prazo de mensuração. Os resultados sugerem que os bancos utilizam estratégias de planejamento tributário e conseguem diferir o pagamento dos tributos no longo prazo. As medidas *Gaap* mostraram-se indicadas na análise da agressividade tributária, por não estarem influenciadas pelos efeitos das diferenças temporais.

Contribuições: Este estudo contribui com a literatura sobre agressividade tributária, em especial no setor bancário, sugerindo *proxies* adaptadas ao contexto brasileiro para capturar a capacidade dos bancos em evitar tributos. Também oferece subsídios para discussões recorrentes, inclusive em termos políticos, sobre o nível de carga tributária da indústria bancária.

Palavras-chave: *Effective Tax Rate*; Bancos; Carga tributária; Agressividade tributária.

1. Introdução

Este estudo teve como objetivo examinar o comportamento da carga efetiva de tributos sobre o lucro dos bancos brasileiros, por meio da comparação de variações da *proxy Effective Tax Rate* [ETR] – baseadas nas despesas tributárias decorrentes do regime de competência (despesas contábeis) ou caixa (despesas correntes) de curto e longo prazos. A premissa considerada é que o uso de diferentes medidas da taxa de tributos sobre o lucro possibilita uma compreensão mais ampla acerca do fenômeno, principalmente pelo reconhecimento das limitações de cada *proxy*. Não obstante as limitações, o uso da ETR se justifica por ser considerada uma das métricas mais utilizadas para medir a tributação efetiva das entidades (Martinez, 2017); Schwab, Stomberg & Xia, 2022).

A pesquisa se insere na literatura de *tax avoidance*, definida como a utilização de transações com o objetivo de reduzir a responsabilidade fiscal explícita – valor dos impostos recolhidos às autoridades fiscais – sem distinção entre transações lícitas e ilícitas (Dyrenge, Hanlon & Maydew, 2008; Hanlon & Heitzman, 2010). Este artigo aponta que a agressividade tributária é resultado de problemas de agência – acionistas, administração e governo – estando positivamente relacionada ao gerenciamento de resultados ou desvios de recursos. É um tema de interesse de pesquisadores, reguladores e governos, pois as evidências indicam que a prática afeta diretamente a receita tributária dos países (De Simone, Nickerson, Seidman & Stomberg, 2020; Santos & Rezende, 2020; Silva Filho, Cavalcante, Bomfim & Leite Filho, 2018). Neste artigo, não se discute a distinção entre práticas de elisão (transações lícitas) e evasão fiscal (transações ilícitas), razão pela qual o termo agressividade tributária é aplicado em sentido amplo, equivalente ao conceito de *tax avoidance*, conforme disposto em Dyrenge, Hanlon e Maydew (2008).

Para analisar tal fenômeno, a maioria das pesquisas utilizam estimativas ou *proxies* da taxa marginal de tributos (Shackelford & Shevlin, 2001), entretanto, questiona-se o que essas *proxies* capturam e se são úteis para o processo de decisão das organizações, uma vez que as informações tributárias não estão publicamente disponíveis e, em sua maioria, as medidas de agressividade tributária são obtidas a partir dos dados das demonstrações financeiras (De Simone *et al.*, 2020; Hanlon, 2003; Hanlon & Heitzman, 2010; Shackelford & Shevlin, 2001). Adicionalmente, mesmo que fossem divulgadas, ainda existiriam desafios para determinar quanto tributo está sendo pago sobre o lucro contábil ou fluxo de caixa divulgado nas demonstrações financeiras, devido às diferenças entre regras contábeis e fiscais para as estimativas do lucro tributável (Hanlon, 2003). Outro ponto a se destacar é que as regulações e as aplicações dos tributos são conduzidas nos níveis das jurisdições, o que dificultaria a reaplicação e comparabilidade de pesquisas em outros contextos econômicos (Hanlon & Heitzman, 2010).

Assim, os pesquisadores têm utilizado a ETR para mensurar a agressividade tributária, mesmo cientes das limitações de interpretá-la em entidades com prejuízo e da necessidade de estudos específicos sobre as causas que determinam o distanciamento entre a ETR e a alíquota nominal (De Simone *et al.*, 2020; Henry & Sansing, 2018). A partir do reconhecimento dessas limitações, têm sido desenvolvidas métricas alternativas, que combinam regimes contábeis de competência e caixa com os horizontes temporais de curto e longo prazos (De Simone *et al.*, 2020; Dyrenge *et al.*, 2008). A questão principal é que nem todas as medidas são apropriadas para todas as questões de pesquisas, cabendo ao pesquisador justificar a *proxy* utilizada (Hanlon & Heitzman, 2010). Nesse sentido, um cenário para avaliar compensações de tributos são as instituições financeiras, por se tratar de setor regulado com divulgações obrigatórias mais extensas do que outras entidades e por funções de produção relativamente simples (Shackelford & Shevlin, 2001).

Comparadas às entidades não financeiras, a indústria bancária tem características que sugerem tópicos para pesquisa, como o grau de alavancagem, estrutura de governança, riscos de carteiras e instrumentos financeiros, regulação, entre outros pontos (Santos & Rezende, 2020; Vržina, 2018; Vržina, 2019). Por essas especificidades, é comum a exclusão do setor financeiro nas amostras de pesquisas sobre tributação (Santos & Rezende, 2020), o que aumenta a necessidade de estudos focados na indústria bancária, por sua relevância para a economia (Goodspeed, 2017) e para o nível de arrecadação das jurisdições.

Em revisão da literatura sobre a agressividade tributária em bancos, Gawehn (2019) aponta dois eixos de pesquisas: o papel dos bancos como canal para planejamento tributário dos clientes (Gallemore, Gipper & Maydew, 2019) e o envolvimento dos bancos na transferência de lucros (Langenmayr & Reiter, 2017). No Brasil, Santos e Rezende (2020) analisaram os determinantes da agressividade tributária em instituições financeiras, por meio das *proxies Book Tax Difference* [BTD] e *ETR Cash*. De forma geral, as pesquisas têm analisado o comportamento de transferência de lucros, os meios para alcançar o maior nível de economia tributária ou determinantes da agressividade tributária em instituições financeiras. Este estudo, por outro lado, está interessado em comparar *proxies* que são utilizadas na literatura para avaliar a carga efetiva dos tributos da indústria bancária brasileira e o consequente grau de agressividade tributária.

Houlder, Paker e Mishkin (2010) consideram que elevados níveis de agressividade tributária geram a impressão de que as entidades não estão pagando os tributos da maneira que deveriam e levam ao questionamento do verdadeiro papel dessas entidades na sociedade. Pêgas (2021) afirma que a redução da tributação efetiva sobre o lucro de grupos empresariais de grande porte, em especial os bancos, está entre os problemas que afetam o sistema de tributação brasileiro. O autor constatou, utilizando ETR Corrente – despesa corrente com tributos sobre a renda – alíquota efetiva correspondente a 14,3% do lucro entre 2010 e 2019, o que seria um patamar muito inferior à alíquota nominal, que girou entre 40% e 45% no período. A Federação Brasileira de Bancos [Febraban] (2021) questiona a metodologia utilizada Pêgas (2021) afirmando que ela produz conclusões errôneas sobre a carga tributária dos bancos.

Ao reconhecer que as métricas utilizadas podem produzir vieses de interpretação, este estudo contribui para o debate, uma vez que busca obter evidências empíricas que esclareçam o nível de tributação dos bancos brasileiros. Em outra nuance, a política fiscal e a melhoria da regulamentação e monitoramento de mercados e instituições financeiras estão entre os objetivos da Agenda 2030 da Organização das Nações Unidas (ONU) para o desenvolvimento sustentável do Brasil.

Assim, para a realização dos testes empíricos, foram examinados os comportamentos de quatro *proxies* para ETR – *Gaap*, *Gaap* Ajustada, Corrente e Corrente Ajustada – no curto (um ano) e no longo (cinco e dez anos) prazos, no período de 2000 a 2022. Os resultados dos testes demonstraram que a mediana da ETR varia, em função da *proxy* e do prazo de mensuração, entre 26% e 48% para instituições que reportam lucro. A dispersão dessas métricas revela como o método utilizado para mensurar as práticas tributárias pode ser crítico para as conclusões e até conduzir estudos a interpretações viesadas. De qualquer forma, a análise empírica sugere que bancos brasileiros utilizam estratégias de planejamento tributário que permitem reduzir a carga efetiva dos tributos e conseguem diferir o pagamento dos tributos no longo prazo (cinco e dez anos).

Este artigo contribui para o avanço da literatura sobre a tributação na indústria bancária, em especial quanto à adoção de práticas de agressividade tributária – entendida a partir da adoção de estratégias que permitam a redução da tributação sobre o lucro. Supre um *gap* importante, ao explorar diferentes *proxies* que avaliam a taxa efetiva de tributos, incluindo perspectivas de curto e longo prazos, documentando o risco de viés na interpretação de resultados se o método adotado em pesquisas não observar as nuances das diferentes métricas. Sugere o uso de *proxies* adaptadas ao contexto brasileiro, o que permite verificar a sensibilidade das medidas sobre a capacidade dos bancos em evitar os tributos sobre a renda por determinado período. Além disso, responde ao apelo de Hanlon e Heitzman (2010) para aprofundar o entendimento sobre a agressividade tributária dos bancos. As evidências empíricas permitem aos investidores, clientes e reguladores avaliarem o grau de agressividade tributária dos bancos e ajuda os pesquisadores no desenvolvimento de hipóteses que envolvam questões de pesquisa relativas à tributação das instituições financeiras. O estudo também oferece subsídios para o debate entre Pêgas (2021) e Febraban (2021), ao reconhecer que diferentes métricas podem conduzir a conclusões diversas, o que justifica a necessidade de se contextualizar as conclusões a respeito da carga tributária incidente sobre a indústria bancária – cada métrica revela “verdades” específicas sobre a tributação.

2. Revisão da Literatura

A combinação de fatores políticos, econômicos e tecnológicos aumentou a conscientização da população sobre as atividades tributárias e o interesse de pesquisadores em temas como planejamento tributário corporativo (Wilde & Wilson, 2018). Entende-se que uma entidade que reduz suas obrigações fiscais por meio do planejamento tributário não está necessariamente se comportando de maneira ilegal, uma vez que a própria legislação permite que entidades planejem o pagamento de seus tributos (Dyrenge, *et al.*, 2008). Assim, reduzir custos tributários pode fazer parte da estratégia de longo prazo da entidade, constituindo-se como fonte de financiamento interno (Martinez, 2017). Além disso, é importante ressaltar que a adoção de medidas agressivas de planejamento tributário pode aumentar custos políticos ou reputacionais relacionados aos agentes, razão pela qual se espera que as entidades avaliem suas estratégias levando em consideração os efeitos da agressividade tributária (Shin & Woo, 2017).

Shackelford e Shevlin (2001), em revisão da literatura, solicitaram mais análises sobre os determinantes da agressividade tributária, enquanto Wilde e Wilson (2018) constataram aumento das pesquisas sobre formas de *medi-la*. Uma dessas medidas é a ETR, calculada pela razão entre alguma estimativa de obrigação fiscal e uma medida de lucro antes dos impostos. Em essência, essa *proxy* captura a taxa média de tributos sobre o lucro (Hanlon & Heitzman, 2010). Devido às limitações com o cálculo das estimativas de lucro tributável e a identificação dos tributos efetivamente pagos ou a pagar sobre o lucro corrente, são encontradas na literatura algumas variações da ETR. Hanlon e Heitzman (2010), por exemplo, discutiram as medidas mais utilizadas nas pesquisas acadêmicas e variações da ETR, em especial a *Gaap*, Corrente e *Cash Ajustada*.

A ETR *Gaap* é calculada pela razão entre a despesa tributária total e o lucro antes dos impostos (LAIR), com base nas demonstrações financeiras. A despesa tributária total é composta pela soma de valores correntes (tributos que serão pagos ou reembolsados/compensados no período fiscal em questão) e diferidos (valores que serão pagos ou reembolsados/compensados no futuro). Assim, estratégias de diferimento de tributos não alterará o valor dessa *proxy* (Hanlon & Heitzman, 2010). A ETR Corrente, por outro lado, é afetada por estratégias de diferimento de tributos que não representarem diferenças temporárias, essa medida representa a taxa tributária em relação ao lucro contábil e os tributos correntes (Hanlon & Heitzman, 2010). Hanlon (2003) explica que, embora a despesa tributária corrente seja frequentemente usada por usuários das demonstrações financeiras para estimar o lucro tributável, são as divulgações adicionais das notas explicativas que podem fornecer informações sobre a razão de o lucro tributável ser diferente do lucro contábil, o que serve de base para as medidas de ETR Ajustada.

Essas medidas de ETR geralmente são encontradas na literatura em periodicidade anual (De Simone *et al.*, 2020; Santos & Rezende, 2020). Assim, se houver variação significativa na taxa efetiva de um ano para o outro, o uso dessas medidas pode enviesar as inferências sobre a agressividade tributária (Dyreng *et al.*, 2008; Hanlon & Heitzman, 2010). Para Wilde e Wilson (2018), um estudo que se destaca nessa linha de pesquisa é o de Dyreng *et al.* (2008), que desenvolveram a medida da ETR *Cash* de longo prazo, buscando superar as limitações da ETR anual, medindo a taxa efetiva em horizontes temporais mais longos.

A ETR de longo prazo produz uma taxa de tributação que acompanha mais de perto os custos tributários no longo prazo, e isso não implica no cálculo da média de uma série de alíquotas efetivas de um único ano – a média tenderia a superestimar os efeitos de anos com alíquotas efetivas incomumente grandes ou pequenas (mesmo negativas). Os principais benefícios da medida são a natureza de longo prazo do cálculo, que evita a volatilidade nas taxas anuais de ETR e a incorporação de economias tributárias permanentes e temporárias (Dyreng *et al.*, 2008).

Em análise das mudanças nas ETRs entre 1988 e 2012, Dyreng, Hanlon, Maydew & Thornock (2017) descobriram que as taxas efetivas das entidades têm sido reduzidas significativamente, e que possíveis explicações para esse efeito são as características das entidades e o declínio das alíquotas legais de alguns países. Devido à natureza mutável da ETR ao longo do tempo, os autores sugerem aos pesquisadores cuidado para examinar se os resultados são específicos de um período ou relativamente constantes na série analisada, para interpretá-los adequadamente. Esse tipo de questionamento reforça a conveniência de utilizar métricas de longo prazo na análise do comportamento da taxa de tributação, como realizado neste estudo.

Em contraste aos resultados de Dyreng *et al.* (2017), Drake, Hamilton & Lusch (2020) sugerem que a tendência de queda nas ETRs está relacionada ao tratamento que a variável sofre nas pesquisas acadêmicas, com a exclusão dos períodos com prejuízo. Esse contraponto sinaliza que os períodos em que as entidades reportam prejuízo influenciam as inferências de *proxies* de agressividade tributária (Drake *et al.*, 2020).

Embora a literatura aponte o crescimento da investigação sobre o tema (Hanlon & Heitzman, 2010; Shackelford & Shevlin, 2001; Wilde & Wilson, 2018), são escassas as evidências empíricas sobre a agressividade tributária nas instituições financeiras (Gawehn, 2019; Gawehn & Mueller, 2019; Hanlon & Heitzman, 2010). Ainda que os bancos desempenhem papel crucial na economia, vários estudos excluem as instituições financeiras da amostra (Armstrong, Blouin, Jagolinzer & Larker, 2015; De Simone *et al.*, 2020; Richardson, Taylor & Lanis, 2013; Shuping, Xia, Quiang & Terry, 2007; Taylor, Richardson & Lanis, 2015), o que limita o conhecimento sobre como se comportam as taxas de tributação nesse segmento econômico.

Essas pesquisas apontam basicamente dois argumentos para a exclusão dos bancos: (i) distinções nos modelos de negócios, que resultam em diferenças contábeis; e (ii) regulações específicas do setor financeiro, que podem causar diferenças no comportamento da agressividade tributária (Gawehn & Mueller, 2019). A diferença nos modelos de negócios pode ser um problema para o pesquisador, pois algumas variáveis de controle podem não ser divulgadas pelos bancos, razão pela qual Gawehn e Mueller (2019) sugerem a substituição dessas variáveis por *proxies* que reflitam o efeito que se deseja controlar. Quando a exclusão está associada às diferenças regulatórias, presume-se que a supervisão e os requisitos regulatórios causam diferenças no comportamento da agressividade tributária entre bancos e não bancos (Gawehn, 2019; Gawehn & Mueller, 2019; Santos & Rezende, 2020). Esse segundo argumento reforça o interesse em estudos focados exclusivamente na indústria bancária, como é o caso deste.

Em termos teóricos, o efeito da regulação pode ser analisado por dois aspectos. Se a estratégia fiscal adotada pelo banco resultar em pagamentos adicionais de tributos, isso pode enfraquecer as reservas que protegem os índices de capital. Devido aos aspectos regulatórios, os bancos podem estar menos inclinados a se envolver em práticas de agressividade tributária, quando comparado com entidades não financeiras (Gawehn & Mueller, 2019).

Por outro lado, os bancos têm interesse, dentro dos limites regulatórios, em aumentar fluxos de caixa após os tributos para que possam relatar lucros às partes interessadas, razão pela qual têm algumas estratégias fiscais a mais do que entidades não bancos. Por exemplo, Langenmayr e Reiter (2017) mostram que os bancos são capazes de transferir lucros para países com tributação menor, embora conduzam as negociações em país com impostos elevados.

Ricotti, Burrioni, Cuciniello, Padovani, Pisano e Zotteri (2016) constataram ETRs significativamente diferentes em bancos de cinco países desenvolvidos da União Europeia, apesar de todos serem membros da zona do Euro e participantes do Mecanismo Único de Supervisão. Ao analisarem a exclusão dos bancos nas pesquisas sobre agressividade tributária, Gawehn e Mueller (2019) compararam o comportamento de entidades classificadas como bancos e não bancos, nos EUA, entre 2004 e 2006, por meio das *proxies* ETR *Gaap* e *Cash*, constatando diferenças entre as entidades e sugerindo que a associação entre bancos e ETR não é constante ao longo da distribuição de dados.

Santos & Rezende (2020) analisaram os determinantes de agressividade tributária em instituições financeiras, tendo como amostra entidades brasileiras e norte-americanas. A pesquisa constatou para a amostra brasileira ETR *Cash* média de 18% entre 2008 e 2017, o que para os autores fornece os primeiros indícios da prática de agressividade tributária dessas instituições no país. Além disso, Dyreng *et al.* (2008), que implementaram o conceito de ETR de longo prazo, encontraram diferenças consideráveis entre os setores e as ETRs de longo prazo, revelando que os bancos estão entre os setores com menores ETR de longo prazo.

Em suma, aspectos regulatórios e diferenças entre as *proxies* que medem a carga efetiva dos tributos sobre o lucro sugerem diferença na ETR de curto e longo prazo. Essa discussão leva à motivação que determinou o objetivo da pesquisa de utilizar *proxies* de ETR para analisar o nível de agressividade tributária dos bancos brasileiros e identificar a margem que essas entidades conseguem reduzir a carga tributária.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 Desenho da Pesquisa

A pesquisa foi estruturada em duas etapas: (i) discussão das diferenças entre métricas de ETR por meio de exemplo ilustrativo, utilizando regras fiscais brasileiras; e (ii) apuração e análise do comportamento dessas métricas nos bancos brasileiros no período 2000-2022.

A primeira etapa discute a dinâmica da mensuração de cada variante de ETR – *Gaap*, *Gaap* Ajustada, *Corrente* e *Corrente Ajustada*. Como a Secretaria da Receita Federal (SRF) não revela dados sobre as declarações dos contribuintes, a literatura utiliza *proxies* para estudar a agressividade tributária, estimando o lucro tributável e as obrigações fiscais a partir das demonstrações financeiras. Entender as diferenças entre as métricas diminui o erro de conclusões enviesadas sobre a agressividade tributária.

Na segunda etapa, a amostra foi submetida a três tratamentos, seguindo De Simone *et al.* (2020): (i) incluindo todas as observações; (ii) omitindo observações de prejuízo; e (iii) utilizando winsorização [0,1], assumindo 0 para observações negativas e 1 para casos extremos com taxas de tributação superior a 1.

3.2 Definição das *Proxies* de ETR

Considerando as discutidas limitações e diferenças das *proxies*, o estudo analisa quatro formas distintas para ETR – *Gaap*, *Gaap* Ajustada, Corrente e Corrente Ajustada – sendo que cada *proxy* é calculada e analisada em três períodos – um, cinco e dez anos – conforme equações (3.1) a (3.4).

$$ETR_{gaap_n} = \frac{DspIRCSLL_n}{LAIR_n} \quad (3.1)$$

$$ETR_{gaapAj_n} = \frac{DspIRCSLL_n}{LAIR_n - IEsp_n} \quad (3.2)$$

$$ETR_{corr_n} = \frac{DspCorIRCSLL_n}{LAIR_n} \quad (3.3)$$

$$ETR_{corrAj_n} = \frac{DspCorIRCSLL_n}{LAIR_n - IEsp_n} \quad (3.4)$$

Em que:

ETR_{gaap_n} : taxa efetiva de tributação, período n , considerando a aplicação dos padrões contábeis – regime de competência;

ETR_{gaapAj_n} : taxa efetiva de tributação, período n , considerando a aplicação dos padrões contábeis – regime de competência – mas excluindo itens especiais;

ETR_{corr_n} : taxa efetiva de tributação, período n , considerando exclusivamente as despesas correntes de tributos sobre o lucro;

ETR_{corrAj_n} : taxa efetiva de tributação, período n , considerando exclusivamente as despesas correntes de tributos sobre o lucro, mas excluindo itens especiais;

$DspIRCSLL_n$: despesas contábeis totais de tributos sobre o lucro, período n ;

$DspCorIRCSLL_n$: despesas correntes com tributos sobre o lucro, período n ;

$LAIR_n$: lucro antes dos tributos, período n ;

$IEsp_n$: itens especiais, representativos de diferenças tributárias permanentes – resultado de participações societárias e juros sobre o capital próprio [JCP] – período n ;

n : número de exercícios do período, assumindo, alternadamente, 1, 5 e 10 anos móveis.

A exclusão de itens especiais, representativos de diferenças permanentes, do denominador se justifica, segundo Dyreng *et al.* (2008), porque esses podem ser grandes e introduzir volatilidade na medição da ETR de um ano em relação a medidas de ETR de longo prazo. Assim, usar medidas com e sem esse ajuste funciona como análise de sensibilidade a respeito do nível de tributação sobre o lucro dos bancos brasileiros.

Em relação aos prazos das métricas de ETR consideradas ($n = 1, 5$ ou 10 anos móveis), tanto os numeradores quanto os denominadores das fórmulas (3.1) a (3.4) são acumulados no período n de referência. Assim, na apuração da ETR_{gaapAj} de 5 anos, por exemplo, as variáveis relativas às despesas contábeis totais com tributos sobre o lucro ($DspIRCSLL$), do lucro antes dos tributos ($LAIR$) e dos itens especiais representativos de diferenças tributárias permanentes ($IEsp$), conforme fórmula (3.2), são mensuradas pelos valores acumulados nos últimos cinco anos. A mesma lógica é aplicada para as demais medidas de ETR e prazos.

3.3 Amostra e Tratamento dos Dados

A amostra inicial contempla 246 conglomerados financeiros bancários com atuação no Brasil entre 2000 e 2022. Para o cálculo das variáveis, foram consideradas as informações contábeis anuais disponíveis no relatório IF, constantes no sítio do Banco Central do Brasil (BCB), além das demonstrações financeiras divulgadas. Embora a tributação se dê no âmbito das entidades individuais, utilizar dados consolidados permite capturar estratégias fiscais intragrupo – por meio de transações que eventualmente possam ocorrer entre as subsidiárias dos conglomerados.

Em razão dos diferentes períodos utilizados para cálculo das *proxies* da ETR, há variação na quantidade de instituições que atendem ao critério de disponibilidade de dados. Para assegurar a comparabilidade, foram consideradas para discussão dos resultados somente as entidades com informações disponíveis para toda a janela temporal – 2000 a 2022. A amostra final é composta por 110 bancos, conforme sintetizado na Tabela 1.

Tabela 1

Caracterização da amostra, por *proxy* e tratamento

Amostra/Observações	ETR <i>Gaap</i>			ETR <i>Gaap</i> Aj			ETR <i>Corr</i>			ETR <i>Corr</i> Aj		
	Anos			Anos			Anos			Anos		
	1	5	10	1	5	10	1	5	10	1	5	10
Quantidade de Bancos	110			110			110			110		
(i) Todas as Observações	2.233	1.920	1.440	2.146	1.863	1.389	2.115	1.739	1.208	2.105	1.739	1.208
(ii) LAIR ou LAIR Aj > 0	2.063	1.768	1.346	1.951	1.690	1.278	1.803	1.495	1.067	1.705	1.425	1.009
(iii) Winsorização [0,1]	2.063	1.768	1.346	1.951	1.690	1.278	1.803	1.495	1.067	1.705	1.425	1.009

O primeiro procedimento exclui as observações que apresentaram, concomitantemente, valores negativos no numerador (valores diferidos credores superiores às despesas correntes e diferidas) e denominador (LAIR ou LAIR Ajustado negativos) nos três tratamentos.

Em seguida, as observações relativas aos itens (ii) e (iii) foram submetidas a tratamento para lidar com informações não intuitivas, de difícil interpretação – especialmente relacionadas ao registro de ETR negativa, cujas causas predominantes são o prejuízo contábil antes dos tributos e a presença de valores diferidos (diferença temporária) superiores ao valor do tributo devido no período.

No item (ii), seguindo De Simone *et al.* (2020), são excluídas as observações com LAIR ou LAIR Ajustado ≤ 0 . O argumento é que a ETR obtida para os casos de denominador negativo é considerado contraintuitivo (Dyrenge *et al.*, 2008), conduzindo a interpretações distorcidas. Em relação ao item (iii), é considerada outra possibilidade para ETR negativa – diferente de LAIR ou LAIR Ajustado negativos – associada à diferença entre normas contábeis e fiscais, em que a entidade pode não recolher tributos no período, mesmo diante da presença de lucro contábil. Além disso, a observação pode assumir valores maiores que 1,0 – situação que pode ser traduzida em despesas com tributos maiores que o próprio lucro de referência. Essas ocorrências são consideradas atípicas, uma vez que se espera que a ETR assuma, de forma geral, valores próximos à alíquota legal. Assim, os dados no procedimento (iii) foram submetidos a winsorização para tratamento de *outliers*, adotando o critério de De Simone *et al.* (2020) e Dyrenge *et al.* (2008), que consiste em atribuir valor 0 (zero) quando os dados forem negativos, e 1,0 para ETR acima de 1,0.

Após o tratamento dos dados, foram analisadas as estatísticas descritivas, em especial as medidas de tendência central, da ETR para identificar o nível de tributação sobre o lucro dos bancos brasileiros no período examinado, considerando essa combinação de *proxies* e prazos.

4. Análise dos Resultados

4.1 Exemplo Ilustrativo do Impacto das Diferenças Conceituais nas Métricas de ETR

Uma das explicações para as diferenças entre os lucros tributável e contábil consiste na distinção dos objetivos da contabilidade financeira e fiscal (Hanlon, 2003; Hanlon & Heitzman, 2010). De acordo com CPC 00 – R2/2019, as demonstrações financeiras têm por objetivo “fornecer informações financeiras sobre a entidade que reporta que sejam úteis para investidores, credores por empréstimos e outros credores, existentes e potenciais, na tomada de decisões referente à oferta de recursos à entidade”. Já o Regulamento do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza (RIR) visa consolidar a legislação referente à tributação, fiscalização e arrecadação desses tributos (Decreto n.º 9.580, de 22 de novembro de 2018).

As diferenças ocorrem em razão dos ajustes realizados no LAIR para atender aos critérios da legislação tributária. Essas diferenças podem ser temporárias, quando há divergência entre a ótica contábil e fiscal do período que determinadas receitas/despesas devem ser reconhecidas, ou permanentes, que são receitas/despesas registradas pela contabilidade, mas não consideradas tributáveis ou dedutíveis para apuração dos tributos.

O CPC 32 (2009, item 79) estabelece que os principais componentes da despesa tributária devem ser divulgados separadamente, razão pela qual as entidades divulgam a parcela corrente e diferida dos tributos sobre a renda. A soma dessas duas parcelas representa a despesa tributária total em relação ao LAIR, sendo a parcela corrente utilizada para representar o passivo fiscal para o período atual – o valor dos tributos correntes representaria o passivo fiscal real na ausência de diferenças temporárias e permanentes – enquanto a parcela diferida representa o valor pago ou a compensar em períodos futuros como resultado das diferenças entre as bases contábil e fiscal (Hanlon, 2003).

Para exemplificar os efeitos dessas diferenças temporárias e permanentes sobre as métricas de ETR, considere-se o exemplo ilustrativo de um banco fictício, o Banco Exemplar, que apura lucro contábil em três períodos consecutivos e que, por simplificação, registra apenas um tipo de diferença temporária e outro de diferença permanente. As premissas são as seguintes:

- Lucro antes do reconhecimento das despesas com perdas estimadas com créditos de liquidação duvidosa (PECLD) constante de \$14.000 nos três exercícios.
- A PECLD representa a possibilidade de perda no recebimento de créditos e, por sua característica de incerteza, geralmente, não é considerada pela legislação fiscal como despesa no mesmo período reconhecido pela contabilidade. Para o Fisco, os créditos em atraso se tornam dedutíveis após o cumprimento dos requisitos dos arts. 9º e 10º da Lei n.º 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Por isso, o reconhecimento dessa despesa contábil pelo Banco Exemplar representa uma adição temporária no momento da apuração dos tributos. Para fins desse exemplo ilustrativo, as despesas com PECLD reconhecidas contabilmente alcançam as condições de dedutibilidade previstas na legislação tributária no período seguinte. Esses são os únicos eventos caracterizados como geradores de diferenças temporárias (DT).
- Por outro lado, os pagamentos de JCP, que não são registrados contabilmente como despesa, são considerados pelo Fisco como dedutível e podem ser extraídos da base cálculo (IN RFB n.º 1.515, de 24 de novembro de 2014, art. 28, § 6º), caracterizando uma exclusão ou diferença permanente [DP].
- Ao longo dos três exercícios analisados, a alíquota de tributos sobre o lucro, para estimativa do IR e CSLL, foi de 45%, o que representa a alíquota nominal vigente desde março/2020.

Considerando essas premissas ilustrativas, a apuração das quatro métricas de ETR, equações (3.1) a (3.4), são explicitadas na Tabela 2, a partir da demonstração do resultado contábil do período e da apuração da base tributária, incluindo adições e exclusões de natureza temporária e permanente. As simulações são realizadas para cada exercício e para o intervalo consolidado dos três períodos, que representa os fundamentos do que seria a ETR de longo prazo (no caso, com três exercícios).

Tabela 2

Exemplo ilustrativo (Banco Exemplar) dos efeitos das diferenças temporárias e permanentes na apuração das métricas de ETR

	Período X1	Período X2	Período X3	Período X1/X3
Demonstração de Resultado - Contábil				
Lucro Antes da Provisão para Perdas	14.000	14.000	14.000	42.000
(-) Despesas com PECLD	(4.000)	(3.000)	(1.000)	(8.000)
= LAIR	10.000	11.000	13.000	34.000
(-) IR e CSLL Correntes	(4.950)	(2.925)	(3.150)	(11.025)
(+) IR e CSLL Diferidos	1.800	(450)	(900)	450
= Lucro Líquido	6.850	7.625	8.950	23.425
Base de Cálculo Tributação - Lalur				
LAIR	10.000	11.000	13.000	34.000
(+) Adições:				
Despesas PECLD não dedutíveis (DT)	4.000	3.000	1.000	8.000
(-) Deduções:				
Despesas PECLD dedutíveis (DT)	-	(4.000)	(3.000)	(7.000)
Juros sobre o Capital Próprio (DP)	(3.000)	(3.500)	(4.000)	(10.500)
= Lucro Tributável	11.000	6.500	7.000	24.500
Alíquota de tributos sobre o lucro	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
Proxies de Taxa Efetiva de Tributação				
ETR <i>Gaap</i>	31,5%	30,7%	31,2%	31,1%
ETR <i>Gaap</i> Ajustada	45,0%	45,0%	45,0%	45,0%
ETR Corrente	49,5%	26,6%	24,2%	32,4%
ETR Corrente Ajustada	70,7%	39,0%	35,0%	46,9%

Como resultado dessas simulações, é possível estabelecer as seguintes evidências:

- a. As medidas anuais são naturalmente mais voláteis, por sofrerem os efeitos das diferenças temporárias e permanentes de forma imediata. Quanto maior a relevância dessas diferenças, maior o impacto nas medidas de ETR.
- b. As medidas de longo prazo, por outro lado, revelam comportamento mais uniforme e estável do que representaria um nível médio de tributação da entidade.
- c. As medidas de ETR Corrente, incluindo a variável Ajustada, são mais sujeitas à volatilidade do que as ETRs *Gaap*, por sofrerem os impactos tanto das diferenças temporárias quanto permanentes. As ETR *Gaap* somente são impactadas pelas diferenças permanentes.
- d. A métrica ETR *Gaap* Ajustada representa exatamente a alíquota de tributos sobre o lucro. É importante salientar que isso só é possível porque no exemplo ilustrativo foram isolados todos os eventos representativos de diferença permanente, o que nem sempre é possível a partir das demonstrações financeiras.
- e. As métricas ETR *Gaap* e ETR Corrente se aproximam no acumulado dos períodos em razão da reversão/compensação das diferenças temporárias, reforçando a necessidade da análise conjunta das medidas no longo prazo.
- f. As estratégias fiscais que não resultam em diferenças permanentes não são capturadas pelas medidas ETR *Gaap* e ETR Corrente. A diferença entre essas e as respectivas medidas ajustadas representa o efeito líquido da economia tributária em relação ao lucro contábil.

A partir dessa simulação, é possível se afirmar, inicialmente, que não há uma medida “certa” ou “errada” para se medir o nível de tributação sobre o lucro de determinada entidade ou indústria. Cada métrica possui limitações e restrições, principalmente se consideradas as dificuldades na estimação do lucro tributável, mas também fornecem percepções sobre a avaliação do custo fiscal da entidade ou indústria. A ETR *Gaap* indica o gasto total com tributos em relação ao LAIR e o desvio em relação à alíquota nominal revela quanto as diferenças permanentes podem produzir de ganhos (perdas) tributários. A ETR *Gaap* Ajustada, por sua vez, reproduz a composição da alíquota nominal de tributos sobre o lucro, quando identificados os itens que representam diferenças permanentes. A ETR Corrente, além de considerar os efeitos das diferenças permanentes, permite verificar o volume/impacto dos tributos diferidos. Por fim, a ETR Corrente Ajustada avalia o grau de agressividade fiscal excluindo-se os efeitos das diferenças permanentes identificadas.

Como se percebe, as situações descritas no exemplo ilustrativo são restritas a um tipo de diferença temporária e outro de diferença permanente, não podendo ser entendido como algo exaustivo a respeito das possibilidades de eventos com impactos nas diferentes métricas de ETR. São suficientes, porém, para cumprir o propósito de evidenciar conceitualmente como as adições e as exclusões temporárias e permanentes se refletem nas medidas de taxa efetiva de tributação e como podem comunicar percepções distintas sobre a carga tributária nas entidades bancárias.

4.2 Análise do Comportamento da ETR nos Bancos Brasileiros

4.2.1 Estatísticas Descritivas

O foco inicial da análise são as ETR *Gaap* e *Gaap* Ajustada, que foram calculadas para os períodos de um, cinco e dez anos. A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para os três tratamentos de dados: (i) todas as observações; (ii) observações com LAIR ou LAIR Ajustado > 0; e (iii) winsorização [0,1].

Tabela 3

Estatística descritivas – ETR *Gaap* e ETR *Gaap* Ajustada – 2000 a 2022

Tratamento	Todas as Observações			LAIR ou LAIR Aj >0			Winsorização [0,1]		
<i>Proxy</i>				<i>Gaap</i>					
(n)	1	5	10	1	5	10	1	5	10
Média	0,01	0,19	0,14	0,05	0,29	0,23	0,27	0,26	0,23
Desvio-Padrão	6,51	3,32	1,93	6,76	3,18	1,69	0,19	0,17	1,69
Mínimo	-298,63	-53,56	-36,94	-298,63	-45,19	-36,94	0,00	0,00	-36,94
Máximo	41,90	121,27	29,64	41,90	121,27	29,64	1,00	1,00	29,64
1º Quartil	0,08	0,10	0,11	0,14	0,16	0,15	0,14	0,16	0,15
Mediana	0,26	0,25	0,25	0,27	0,27	0,26	0,27	0,27	0,26
3º Quartil	0,36	0,35	0,35	0,37	0,36	0,36	0,37	0,36	0,36
<i>Proxy</i>				<i>Gaap Ajustada</i>					
(n)	1	5	10	1	5	10	1	5	10
Média	0,17	0,20	0,25	0,26	0,34	0,35	0,36	0,35	0,36
Desvio-Padrão	2,93	2,08	1,49	2,91	1,36	1,18	0,21	0,18	0,19
Mínimo	-110,19	-57,79	-27,30	-110,19	-36,38	-11,94	0,00	0,00	0,00
Máximo	41,90	24,12	29,64	41,90	24,12	29,64	1,00	1,00	1,00
1º Quartil	0,19	0,23	0,25	0,28	0,29	0,29	0,28	0,29	0,29
Mediana	0,35	0,35	0,36	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37	0,37
3º Quartil	0,44	0,41	0,41	0,44	0,42	0,42	0,44	0,42	0,42

Tendo em vista as estatísticas que descrevem a média das observações, é possível verificar diferença relevante entre os tratamentos adotados. A ETR *Gaap* – 1 ano, no tratamento que considera todas as observações, apresenta média de aproximadamente 1%, no tratamento 2 que considera somente as observações com reporte de lucro positivo foi de 5% e com os dados winsorizados a atinge 27%. Esses resultados iniciais sinalizam um efeito semelhante aos achados de Drake *et al.* (2020), em que as observações em períodos que as entidades reportaram prejuízo influenciam as inferências de *proxies* de agressividade tributária.

Ao se considerar como referências as medianas, pode-se observar que em quaisquer dos tratamentos, *proxies* e períodos apresentam valores aproximados, a ETR *Gaap* varia entre 25% e 27%, e a ETR *Gaap* Aj de 35% a 37%. Esses resultados, considerando as particularidades das *proxies*, dos tratamentos e dos períodos, sugerem que o grau de agressividade tributária para os bancos brasileiros, entre 2000 e 2022, foi de aproximadamente 18% (diferença entre alíquota nominal e ETR *Gaap*) e que os resultados de participações societárias e juros sobre capital próprio representaram economia tributária próxima a 10% em relação ao gasto total de tributos sobre o lucro em relação ao LAIR ou LAIR ajustado, nos períodos de 1, 5 e 10 anos.

A diferença entre a taxa nominal adotada de 45% e a ETR *Gaap* traduz o impacto das diferenças permanentes entre os lucros contábil e tributável e é considerada neste estudo como uma métrica de agressividade tributária. No caso da ETR *Gaap* Ajustada, a ideia é procurar mensurar a taxa efetiva de tributação sobre o lucro, já excluindo itens sabidamente não integrantes da base de tributação. No limite, a ETR *Gaap* Ajustada seria exatamente a taxa nominal, como destacado no exemplo ilustrativo da seção 4.1, se fossem identificadas todas as diferenças permanentes. Assim, a diferença entre a taxa nominal e ETR *Gaap* Ajustada indica a representatividade de outros itens de resultado tratados como diferenças permanentes.

Por esses resultados, sugere-se que a avaliação do comportamento padrão do sistema em relação ao nível de tributação tenha como referência a mediana, para escapar dos efeitos dos valores extremos sobre a média, especialmente nos itens (i) e (ii), pois no item (iii) as médias se aproximam da mediana exatamente pelo tratamento aplicado aos *outliers*. Como exemplo dos efeitos dos *outliers*, pode-se destacar o valor mínimo ETR *Gaap* (-298,63) nos itens (i) e (ii), observação referente ao Banco Itaú, no ano de 2020. Na ocasião, a entidade registrou redução substancial do LAIR em relação ao ano anterior (de R\$ 27,4 bilhões para R\$ 53 milhões), principalmente em função do reforço de provisões para perdas com risco de crédito, associado aos efeitos da pandemia. Ao se combinar esse novo patamar de lucro, insuficiente para absorver os efeitos das diferenças permanentes, com o fato de que o volume de provisões para perdas esperadas gera diferenças temporárias a diferir, houve a inversão do sinal da métrica de ETR *Gaap* em patamar bem expressivo. Situações limites como essas são utilizadas por Drake *et al.* (2020) para ressaltar a preocupação que os pesquisadores devem ter na definição do método na mensuração da ETR, de forma a evitar o enviesamento decorrente de valores extremos pouco intuitivos.

De forma similar às ETR *Gaap* e *Gaap* Ajustada, foram apuradas as estatísticas descritivas das ETR Corrente e Corrente Ajustada, considerando as mesmas combinações de tratamento e prazos, conforme na Tabela 4.

Tabela 4

Estatísticas descritivas das ETR Corrente e Corrente Ajustada – 2000 a 2022

Tratamento	Todas as Observações			LAIR ou LAIR Aj > 0			Winsorização [0,1]		
<i>Proxy</i>				Corrente					
(n)	1	5	10	1	5	10	1	5	10
Média	0,29	0,38	0,34	0,43	0,52	0,56	0,34	0,36	0,40
Desvio Padrão	1,62	2,89	2,48	1,40	3,05	2,26	0,25	0,20	0,20
Mínimo	-36,91	-8,92	-23,28	-4,57	-0,09	0,01	0,00	0,00	0,01
Máximo	54,08	99,55	64,34	54,08	99,55	64,34	1,00	1,00	1,00
1º Quartil	0,06	0,16	0,22	0,16	0,24	0,26	0,16	0,24	0,26
Mediana	0,25	0,30	0,33	0,30	0,33	0,36	0,30	0,33	0,36
3º Quartil	0,40	0,42	0,45	0,44	0,44	0,47	0,44	0,44	0,47
<i>Proxy</i>				Corrente Ajustada					
(n)	1	5	10	1	5	10	1	5	10
Média	-0,78	0,40	0,44	0,63	0,69	0,78	0,43	0,49	0,53
Desvio Padrão	38,55	2,24	2,47	1,68	1,97	2,13	0,28	0,23	0,21
Mínimo	-1571,88	-34,47	-31,72	-8,88	-0,37	0,01	0,00	0,00	0,01
Máximo	43,83	50,09	50,29	43,83	50,09	50,29	1,00	1,00	1,00
1º Quartil	0,04	0,22	0,30	0,24	0,34	0,41	0,24	0,34	0,41
Mediana	0,33	0,40	0,44	0,39	0,44	0,48	0,39	0,44	0,48
3º Quartil	0,51	0,54	0,57	0,57	0,58	0,61	0,57	0,58	0,61

Também usando a mediana como referência, os dados revelam intervalo padrão entre 25% e 36% de ETR Corrente no período para a indústria bancária brasileira, percentual de tributos correntes sobre o lucro. Chama a atenção o fato de, ao contrário da ETR *Gaap*, quando os períodos de mensuração de 1, 5 e 10 anos registram medianas relativamente constantes, no caso da ETR Corrente verifica-se maiores valores à medida que o prazo de mensuração é ampliado. Isso sugere que embora possa ocorrer o diferimento de despesas tributárias no curto prazo, as instituições não conseguem evitar totalmente o pagamento de tributos sobre o lucro nos períodos seguintes, o que representa uma limitação à prática da agressividade tributária. No caso da ETR Corrente Ajustada, também ocorre, como esperado, o aumento dos níveis de tributação para o intervalo de 33% a 48%. Nas medidas de prazo mais longo, as medianas se aproximam e/ou superam um pouco mais da taxa nominal.

4.2.2 Efeito do Tratamento dos Dados na Análise das *Proxies* de ETR

Para evidenciar a influência do tratamento dos dados na análise dos resultados, é apresentada na Figura 1 a linha temporal (2000-2022) para a ETR *Gaap* nos três tratamentos adotados na pesquisa, também utilizando a mediana como referência.

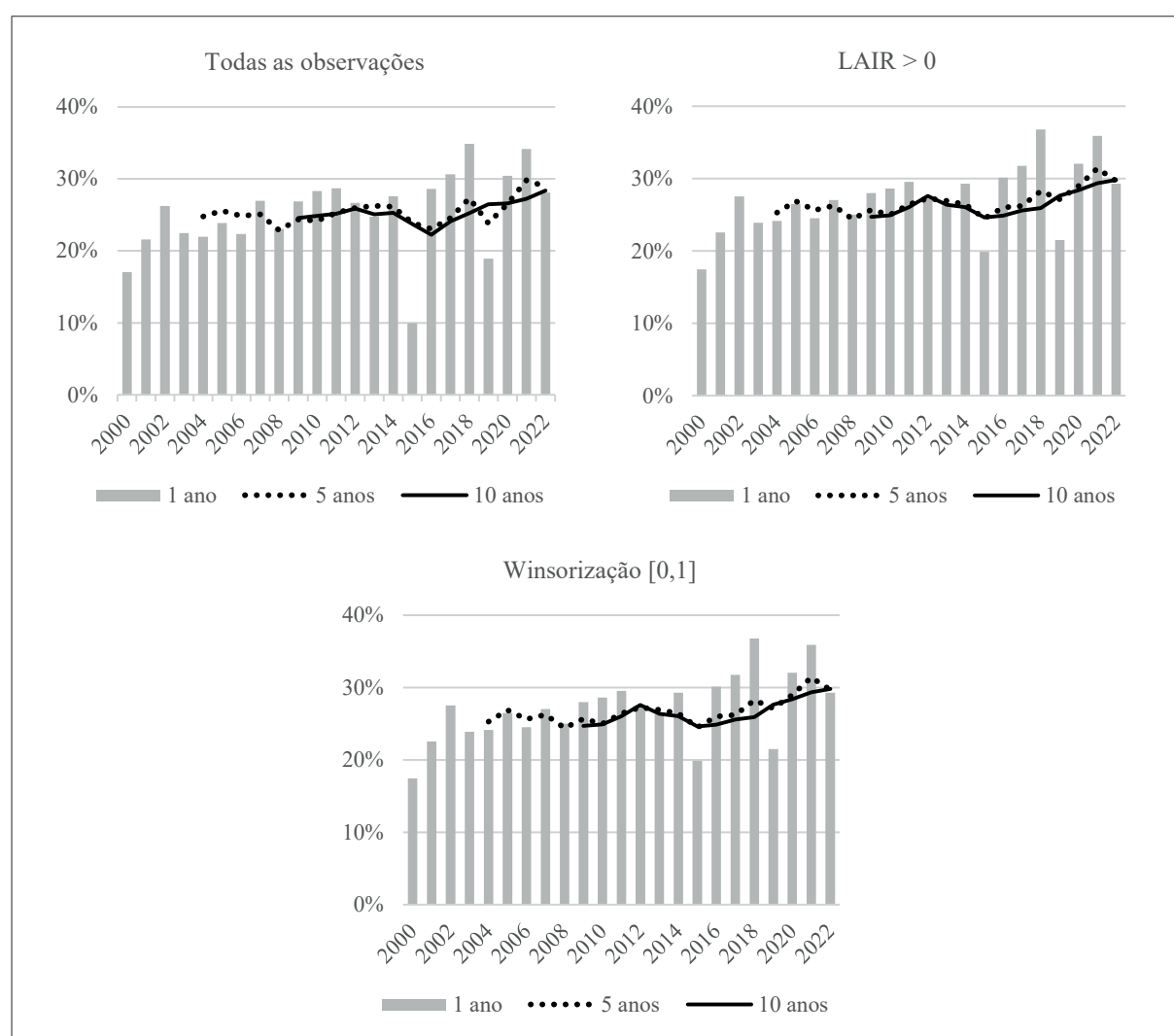


Figura 1. Análise temporal da mediana da ETR Gaap – 2000 a 2022

Dyrenge *et al.* (2017) e Drake *et al.* (2020) alertam sobre as consequências da exclusão dos períodos com prejuízo nas inferências sobre agressividade tributária. No ano de 2015, por exemplo, primeiro tratamento, tem-se mediana para ETR *Gaap* (1 ano) a 10,0%; no segundo e terceiro tratamentos, com a exclusão das observações com LAIR negativo e winsorização a [0,1] a mediana é igual a 20,0%. Isso decorreu em setembro de 2015, após uma alteração na taxa nominal de tributação sobre o lucro (de 40% para 45%), provocando correção relevante no estoque de ativos fiscais diferidos, conforme destacado em Guia e Dantas (2020), tendo como consequência o reconhecimento de ganho que provocou a inversão do sinal nas “despesas com tributos sobre o lucro” de grande parte das entidades.

Situações como essas são um dos incentivos defendidos por Dyrenge *et al.* (2008) para o uso de medidas de longo prazo, pois a métrica reduz o impacto da volatilidade apresentada pelas taxas anuais. Ao se retomar o exemplo de 2015, a análise temporal da Figura 1 revela nas medidas de 5 e 10 anos que o efeito do tratamento dos dados é suavizado no longo prazo, quando comparado à medida anual.

Esse conjunto de evidências reforça o caráter multifacetado das métricas de ETR, o que aumenta a preocupação de pesquisadores com o viés ou distorção que a escolha de uma *proxy* pode produzir nos resultados das pesquisas.

4.2.3 Comparação das *Proxies* de ETR, de Acordo com os Períodos de Estimação

Se as estatísticas descritivas oferecem uma ideia geral sobre o padrão de tributação sobre o lucro por parte dos bancos brasileiros no período, a comparação entre as quatro *proxies* de ETR em um mesmo período de mensuração pode fornecer subsídios sobre as diferentes percepções de cada uma delas no âmbito da indústria bancária brasileira. Essa análise é sintetizada na Figura 2, utilizando a base de dados winsorizada [0,1] e tendo como referência a mediana das métricas, pelas mesmas razões discutidas anteriormente.

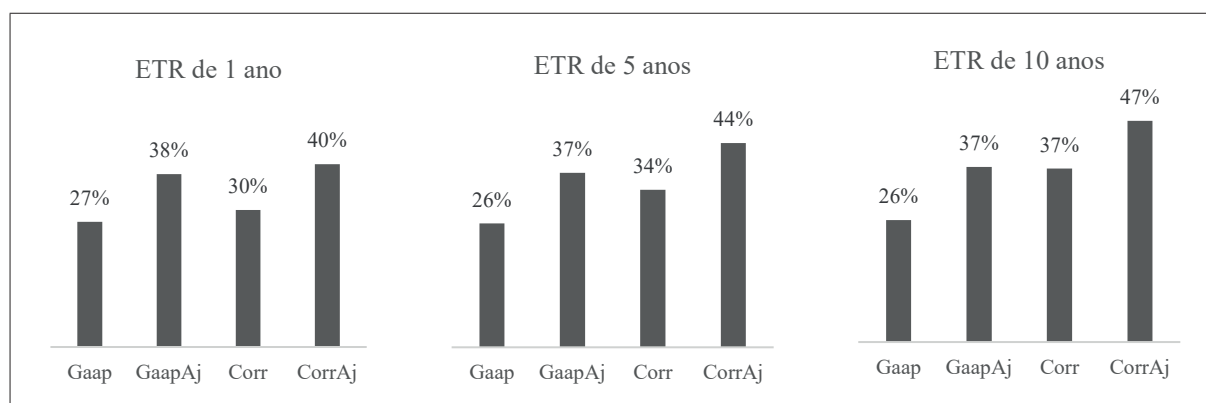


Figura 2. Comparação das medianas das proxies de ETR, conforme períodos de apuração

Entre as evidências, destaca-se o fato de que o valor das métricas ETR *Gaap* é sistematicamente menor do que as ETRs Corrente para o mesmo período, sugerindo que a prática de agressividade tributária parece ser mais efetiva nas métricas *Gaap* do que nas medidas Corrente, ou seja, que essa agressividade seria influenciada principalmente por diferenças temporárias. Outro aspecto a se destacar é que a mediana das métricas *Gaap* reduziram 1 p.p. no longo prazo, enquanto as medianas da ETR Corrente aumentaram nesse mesmo período (cinco e dez anos). A combinação desses fatores pode sugerir que o planejamento tributário das entidades é mais efetivo em relação às diferenças permanentes e que as postergações de pagamento no curto prazo são compensadas por maiores pagamentos no longo prazo. No caso do impacto das diferenças permanentes – JCP e resultado de participações societárias –, representaram uma economia líquida de 11 p.p. na métrica *Gaap* Ajustada e 10 p.p. na Corrente Ajustada.

Essas evidências apontam para o fato de que o método de tratamento dos dados e a *proxy* escolhida influenciam a análise da ETR, incluindo as perspectivas de horizonte temporal de medição dessas *proxies*, o que deve merecer a atenção do pesquisador para o desenho apropriado do método a ser aplicado, conforme o interesse da pesquisa. No presente estudo, a escolha da mediana e a comparação entre as diversas métricas serve para dar segurança quanto à identificação do nível de tributos sobre o lucro na indústria bancária brasileira e pode contribuir para elucidar o debate entre Pêgas (2021) e Febraban (2021).

Pêgas (2021) concluiu que os tributos pagos no período de 2010 a 2019 pelos principais bancos brasileiros representaram 14,3% do lucro obtido no período. A afirmação está pautada no cálculo da ETR Corrente. Ao considerar a mesma *proxy*, o presente estudo aponta que metade das instituições possuem alíquota efetiva de 30%. Uma possível explicação para essa diferença pode ser o tratamento dos dados e a amostra reduzida naquele trabalho.

Tendo em vista que os principais bancos reportaram lucro no período, a amostra utilizada por Pêgas (2021) tem características semelhantes ao tratamento 2 desta pesquisa – observações com LAIR > 0, as estatísticas descritivas para ETR Corrente, $n = 1$ indicam no 1º quartil alíquota efetiva aproximada a encontrada pelo autor, aproximadamente 16%. Isso pode sugerir que os principais bancos privados brasileiros integrem esse quartil e fazem uso de estratégias tributárias mais agressivas que os seus pares.

A Febraban (2021) rebate os achados de Pêgas (2021) afirmando que a metodologia adotada pelo autor não é correta e defende que a ETR Corrente, embora represente uma das faces da agressividade tributária, não pode ser considerada exclusivamente como “única” e “verdadeira” medida de taxa de tributação.

4.2.4 Nível de Agressividade Tributária dos Bancos Brasileiros pela Ótica da ETR

No último bloco de análise, o propósito se concentrou em identificar o grau de agressividade tributária pela ótica da ETR, utilizando-se como critério a distribuição das observações por quartis. Foram utilizados, para esse fim, os dados com LAIR ou LAIR Ajustado > 0, para escapar da interpretação contraintuitiva consequência dos resultados negativos e do fato de que a winsorização dos dados poderia influenciar as taxas do primeiro e quarto quartil.

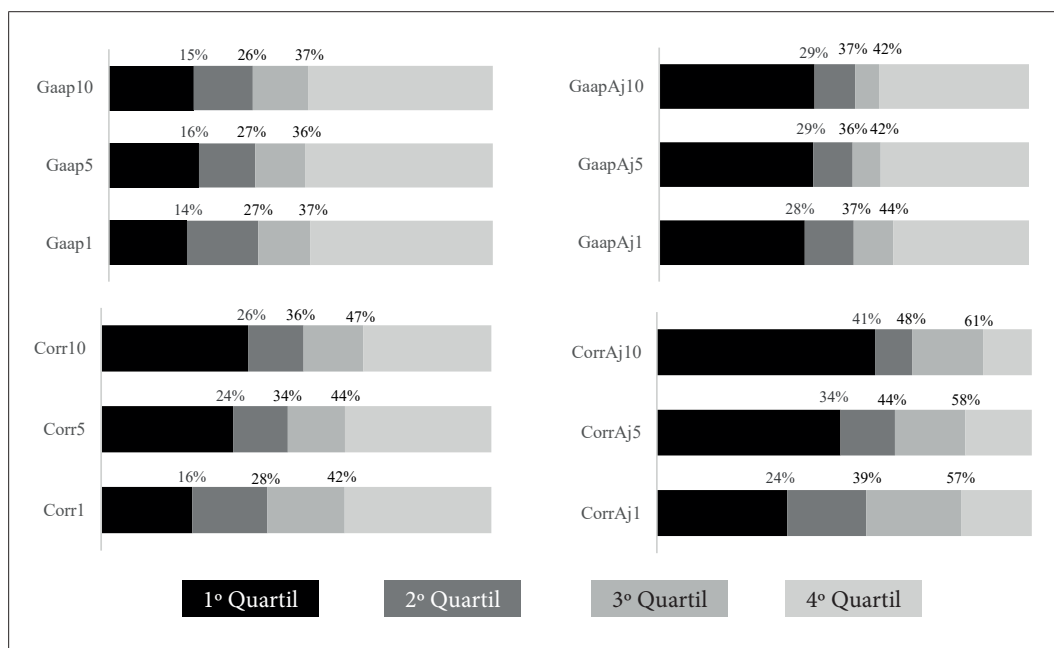


Figura 3. Distribuição das ETRs dos bancos brasileiros por quartis – 2000 a 2020

Concentrando-se especificamente nos pontos extremos, os dados do 1º quartil são representativos de observações com maiores indícios de agressividade tributária, com ETR mais distante da taxa de tributação nominal. O ponto de transição entre o 1º e o 2º quartil se altera em função da *proxy* e do prazo de mensuração utilizados, coerente com o documentado anteriormente na Figura 2, resultando em um mínimo de 14% na ETR *Gaap* de 1 ano e máximo de 41% no caso da ETR Corrente Ajustada de 10 anos. De forma geral, é possível constatar que os indícios de agressividade tributária são mais evidentes nas métricas *Gaap* e *Gaap* Ajustada, em que as diferenças em relação à taxa nominal (entre 40% e 45% no período) são mais relevantes. No caso das ETRs Corrente e Corrente Ajustada, por absorverem os efeitos de diferenças temporárias, são naturalmente mais voláteis.

No outro extremo, 4º quartil, os dados demonstram que 25% das observações revelam taxa de tributação sobre o lucro próxima ou até maior do que a taxa nominal. O ponto de transição do 3º para o 4º quartil varia de 36% da ETR *Gaap* de 1 e 5 anos a 61% da ETR Corrente Ajustada de 10 anos. Aqui, também cabe ressaltar que as estatísticas relativas às ETR Corrente e Corrente Ajustada são influenciadas pelos efeitos das diferenças temporárias e que naturalmente provocam oscilações mais acentuadas nas métricas, o que pode justificar valores pontuais acima da taxa tributária.

O conjunto dessas evidências sugere, em um primeiro momento, a confirmação da perspectiva de que as ETRs *Gaap* e *Gaap* Ajustada parecem mais apropriadas para se concluir sobre a prática da agressividade tributárias das entidades, por não estarem influenciadas pelos efeitos dessas diferenças temporárias. Não obstante, a agressividade também pode se manifestar exatamente pela postergação do pagamento de tributos. Assim, é possível se afirmar que não se pode sustentar o nível de agressividade tributária de uma instituição somente pela ótica de uma *proxy* ou um período. Por isso, deve-se incentivar a análise conjunta das métricas e dos prazos para se identificar o grau de agressividade tributária dos bancos brasileiros.

5. Conclusões

A pesquisa buscou identificar a carga efetiva de tributos sobre o lucro dos bancos brasileiros, no período de 2000 a 2022, nos curto e longo prazos. A partir da análise da ETR, é possível afirmar que as instituições conseguiram reduzir a carga efetiva de tributos sobre o lucro, o que indica a utilização de planejamento tributário, mas o nível da agressividade tributária é determinado por diversos fatores: *proxy* utilizada, período analisado e tratamento de dados adotado.

Com base no tratamento de dados que exclui observações em que o LAIR é negativo, pode-se dizer que para metade das instituições da amostra as despesas com IR e CSLL representou aproximadamente (27%) do lucro contábil, seja no período de 1, 5 ou 10 anos, isso quer dizer que essas empresas reduziram sua carga efetiva de tributos sobre o lucro, em média, dezenove por cento (19%) em relação a uma taxa nominal próxima a (45%). No que se refere aos tributos correntes, foi observado que algumas instituições conseguem evitar o pagamento no primeiro ano, mas que devido às compensações e reversões dos tributos diferidos, a postergação do pagamento dos tributos no longo prazo não ocorre de forma progressiva. Um quarto da amostra consegue diferir o pagamento dos impostos em 29%, no prazo de um ano, mas para a maior parte das empresas (três quartos) o pagamento dos tributos é próximo da alíquota nominal considerada por esse estudo, de 40% a 45%.

Por outro lado, o impacto das estratégias fiscais aumentou no longo prazo. Ao considerar a diferença entre as medidas ETRs Corrente e Corrente Ajustada, tratamento 2, tem-se que o pagamento de JCP e o resultado de participações societárias, reduziram o pagamento de tributos em 9%, 11,0% e 12%, em um, cinco e dez anos, respectivamente, resultado que vai ao encontro da afirmação de Pêgas (2021) de que algumas permissões legais no país são efetivas para a redução da tributação das instituições.

A partir disso, o estudo conclui que não existe uma única medida que consegue abordar as múltiplas faces da carga tributária dos bancos brasileiros e que as variações das *proxies* ETR complementam a interpretação sobre a capacidade dos bancos brasileiros em evitar os tributos sobre a renda. Além disso, não se pode afirmar que o cenário de planejamento tributário é exclusivamente um processo *ex ante* em que os gestores consideram conscientemente maneiras de gerenciar resultados ou desvio de recursos. A análise da ETR permitiu identificar uma das faces da carga tributária efetiva das instituições financeiras, mas não se pode afirmar que a agressividade tributária seja boa ou ruim, para os acionistas, administração e governo. Mesmo sob a perspectiva da arrecadação governamental, por exemplo, um benefício fiscal que inicialmente pode parecer uma perda de arrecadação tributária, pode incentivar o reporte de determinadas operações e evitar possíveis casos de fraude, e assim manter um nível padrão de arrecadação.

Como limitação, a pesquisa utilizou somente os tributos sobre a renda pela ótica da ETR e as estatísticas descritivas para análise da carga tributária e, razão pela qual não se pode afirmar que os resultados encontrados se referem à carga tributária total das instituições financeiras. Além disso, todos os cálculos foram realizados a partir das regras fiscais brasileiras e pode haver variações na medição das *proxies* (corrente e diferido) se analisado outros contextos econômicos. A pesquisa contribui para literatura ao propor um ajuste no denominador da ETR que representa um efeito legítimo de planejamento tributário, no contexto brasileiro. Para pesquisas futuras, sugere-se que sejam analisadas outras características que possam influenciar as taxas efetivas, como o efeito das demonstrações consolidadas e individuais, as diferenças entre instituições de capital fechado e aberto e possíveis determinantes e causas da agressividade tributária dos bancos como a capacidade de transferir lucros para países com tributação menor que a nacional.

Referências

- Armstrong, C. S., Blouin, J. L., Jagolinzer, A. D., & Larcker, D. F. (2015). Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.02.003>
- Brasil. Decreto n°. 9.580, de 22 de novembro de 2018. (RIR) Regulamenta a tributação, a arrecadação e a administração sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza, Brasília. *Diário Oficial da União*, Poder Executivo, Brasília, DF.
- Brasil. Lei n°. 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências, Brasília. *Diário Oficial da União*, Poder Executivo, Brasília, DF.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (CPC). (2019). Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2): Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro. Correlação às normas internacionais de contabilidade – IAS Conceptual Framework.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC). (2009). Pronunciamento Técnico CPC 32: Tributos sobre o lucro. Correlação às normas internacionais de contabilidade – IAS 12.
- De Simone, L., Nickerson, J., Seidman, J., & Stomberg, B. (2020). How Reliably Do Empirical Tests Identify Tax Avoidance? *Contemporary Accounting Research*, 37(3), 1536–1561. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12573>
- Drake, K. D., Hamilton, R., & Lusch, S. J. (2020). Are declining effective tax rates indicative of tax avoidance? Insight from effective tax rate reconciliations. *Journal of Accounting and Economics*, 70(1), 101317. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2020.101317>
- Dyreng, S. D., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2008). Long-run corporate tax avoidance. *Accounting Review*, 83(1), 61–82. <https://doi.org/10.2308/accr.2008.83.1.61>

- Dyreng, S. D., Hanlon, M., Maydew, E. L., & Thornock, J. R. (2017). Changes in corporate effective tax rates over the past 25 years. *Journal of Financial Economics*, 124(3), 441–463. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.04.001>
- Federação Brasileira de Bancos. FEBRABAN. (2021). Bancos pagaram menos impostos sobre a renda, diz estudo. *Valor Econômico*, em 12 de janeiro de 2021, <https://valor.globo.com/brasil/noticia/2021/01/12/bancos-pagaram-menos-imposto-sobre-renda-diz-estudo.ghtml>
- Gallemore, J., Gipper, B., Maydew, E. L. (2019). Banks as Tax Planning Intermediaries. *Journal of Accounting Research*, 57(1), 169–209. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12246>
- Gawehn, V. (2019). Banks and Corporate Income Taxation: A Review. *SSRN Electronic Journal. TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series No.10*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3498843>
- Gawehn, V., & Mueller, J. (2019). Tax Avoidance - Are Banks Any Different? *SSRN Electronic Journal. TRR 266 Accounting for Transparency Working Paper Series No.2..* <https://doi.org/10.2139/ssrn.3418506>
- Goodspeed, T. J. (2017). Some Simple Analytics of the Taxation of Banks as corporations: Effects on loans and systemic risk, deposits, and borrowing. *National Tax Journal*, 70(3), 643–672. <https://doi.org/10.17310/ntj.2017.3.05>
- Guia, L. D., & Dantas, J. A. (2020). Value relevance dos ativos fiscais diferidos na indústria bancária brasileira. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 33–49. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201808060>
- Hanlon, M. (2003). What Can We Infer About a Firm's Taxable Income from its Financial Statements? *National Tax Journal*, 56 (4), 831–863. <https://doi.org/http://www.jstor.org/stable/41790252>
- Hanlon, M., & Heitzman, S. (2010). A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 127–178. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2010.09.002>
- Henry, E., & Sansing, R. (2018). Corporate tax avoidance: data truncation and loss firms. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 1042–1070. <https://doi.org/10.1007/s11142-018-9448-0>.
- Houlder, V., Parker, A. & Mishkin, S. (2010). Protests shift their focus to tax avoidance”, *Financial Times*, December 17. <https://www.ft.com/content/44d8ea26-0a22-11e0-9bb4-00144feabdc0>
- Langenmayr, D. & Reiter, F. (2017). Trading offshore: Evidence on banks' tax avoidance. *SSRN Electronic Journal. CESifo Working Paper Series No.6664*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3035335>
- Martinez, A. L. (2017). Agressividade Tributária: Um Survey da Literatura. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade (REPeC)*, 11(0), 106–124. <https://doi.org/10.17524/repec.v11i0.1724>
- Nações Unidas Brasil (2022). Objetivos do Desenvolvimento Sustentável no Brasil. <https://brasil.un.org/pt-br/sdgs/10>.
- Pêgas, P. H. (2021). A reduzida tributação sobre o lucro dos bancos no Brasil no período de 2010 a 2019. *IPEC RJ*. <https://ipeccrj.com.br/wp-content/uploads/2021/01/A-Reduzida-Tributacao-sobre-os-Lucros-dos-Bancos-no-Brasil-1.pdf>
- Receita Federal do Brasil. RFB. Instrução Normativa RFB nº. 1.515, de 24 de novembro de 2014. Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas. *Diário Oficial da União, Poder Executivo, Brasília, DF*.
- Ricotti, G., Burroni, M., Cuciniello, V., Padovani, E., Pisano, E., Zotteri, S. (2016). The Tax Burden of Banks over the Period 2006- 2014. *Banca d'Italia Occasional Papers No. 314*. doi: 10.2139/ssrn.2765420
- Richardson, G., Taylor, G., & Lanis, R. (2013). Determinants of transfer pricing aggressiveness: Empirical evidence from Australian firms. *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 9(2), 136–150. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2013.06.002>

- Santos, R. B. dos, & Rezende, A. J. (2020). Determinantes da evasão fiscal em instituições financeiras: evidências do Brasil e dos Estados Unidos. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(45), 152–167. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2020v17n45p152>
- Shackelford, D. A., & Shevlin, T. (2001). Empirical tax research in accounting: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 321–387. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00021-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00021-0)
- Schwab, C. M., Stomberg, B., & Xia, J. (2022). What Determines Effective Tax Rates? The Relative Influence of Tax and Other Factors. *Contemporary Accounting Research*, 39(1), 459–497. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12720>
- Shin, H. J.; Woo, Y.S. (2017) The Effect of Tax avoidance on Cost of Debt Capital: Evidence from Korea. *South African Journal of Business Management*. 48(4), 83-89. <https://doi.org/10.4102/sajbm.v48i4.45>
- Shuping Chen, Xia Chen, Qiang Cheng, & Terry Shevlin. (2007). *Founding family ownership and tax aggressiveness*. November, 1–48. https://www.researchgate.net/profile/Terry-Shevlin/publication/228431124_Founding_family_ownership_and_tax_aggressiveness/links/02e7e521b7c117e1e7000000/Founding-family-ownership-and-tax-aggressiveness.pdf
- Silva Filho, G.M., Cavalcante, P.R.N.; Bomfim, E. T., Leite Filho, P. A.(2018). Conformidade tributária e comportamento do contribuinte: uma análise dos fatores que explicam a observância tributária à luz da teoria do comportamento planejado. *Revista de Contabilidade e Controladoria*. 10(1). <http://dx.doi.org/10.5380/rcc.v10i1.51458>
- Taylor, G., Richardson, G., & Lanis, R. (2015). Multinationality, tax havens, intangible assets, and transfer pricing aggressiveness: An empirical analysis. *Journal of International Accounting Research*, 14(1), 25–57. <https://doi.org/10.2308/jiar-51019>
- Vrzina, S. (2018). Alternative Approaches to Measuring Effective Corporate Income Tax Rate in. *Finansijske*, 73(1–6), 45–65.
https://www.researchgate.net/publication/329990508_Alternative_Approaches_to_Measuring_Effective_Corporate_Income_Tax_Rate_in_Banks.
- Vrzina, S. (2019). Long-run effective corporate income tax rates in banks: A case of the Republic of Serbia. *Bankarstvo*, 48(3), 12–31. <https://doi.org/10.5937/bankarstvo1903012v>
- Wilde, J. H., & Wilson, R. J. (2018). Perspectives on corporate tax planning: Observations from the past decade. *Journal of the American Taxation Association*, 40(2), 63–81. <https://doi.org/10.2308/ATAX-51993>

A influência da governança corporativa na estrutura de capital das pequenas e médias empresas.

Raquel Souza Ramos

<https://orcid.org/0000-0003-3038-655X>

Joséte Florencio dos Santos

<https://orcid.org/0000-0002-5366-2548>

Adriana Fernandes de Vasconcelos

<https://orcid.org/0000-0001-7483-5295>

Resumo

Objetivo: Este artigo tem o objetivo de identificar como os mecanismos de governança corporativa adotados pelas pequenas e médias empresas que compõem o Arranjo Produtivo Local (APL) de confecções do Agreste de Pernambuco influenciam na sua estrutura de capital. O trabalho fundamenta-se no arcabouço teórico e nas evidências empíricas relacionadas à Teoria da Agência, bem como sobre governança corporativa e estrutura de capital.

Metodologia: A pesquisa é de caráter quantitativo e os dados primários coletados foram analisados por meio dos testes estatísticos de U Mann-Whitney, Análise Fatorial Exploratória e a técnica de Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais.

Resultados: Os resultados revelaram que das 28 assertivas que descreveram as práticas de governança (transparência, prestação de contas e conselho), 16 delas (57,14%) são adotadas pelas empresas pesquisadas. As variáveis significativas no modelo foram a transparência e a prestação de contas, mostrando indícios que esses mecanismos influenciam na estrutura de capital, ou seja, podem facilitar na obtenção de dívida com terceiros (bancário), especialmente de longo prazo. Entratanto, vale salientar que embora essas variáveis tenham se mostrado relevantes como possíveis determinantes na captação de recursos externos, percebe-se que essa adoção ainda está no início, pois o impacto do efeito foi pequeno.

Palavras chaves: Governança; Estrutura de capital; PME; Arranjo produtivo local.

1. Introdução

As pequenas e as médias empresas (PMEs) desempenham um papel expressivo nas economias globais (Martinez, Scherger & Guercio, 2019). Elas também são pilares da economia brasileira, pois representam 89,9% das empresas formais (Sebrae, 2021). Boa parte dessas empresas estão agrupadas em APL, e em Pernambuco encontra-se um dos principais do país (Ministério do Turismo, 2015), conhecido como o APL de Confecções do Agreste.

O APL é visto como um ambiente que promove a participação e a cooperação como alternativa para o alcance de objetivos comuns (Antero *et al.*, 2019). Proporciona também uma maior eficiência produtiva e aumenta a capacidade de comercialização de produtos no mercado nacional e/ou internacional (Tisott *et al.*, 2016). Devido à sua relevância, os governos incluem em seus programas o incentivo aos APL, a exemplo do Estado de Pernambuco, que implementa políticas públicas para seu desenvolvimento e manutenção (Iacono & Nagano, 2010; Addiper, 2019; Xavier, 2020). No APL de confecções do Agreste se destacam as cidades de Caruaru, Santa Cruz do Capibaribe e Toritama, que juntas agregam 8.187 empresas de setores relacionados à atividade de confecção, sendo 5.602 do comércio, 2.480 da indústria e 105 de serviços (Sebrae, 2021). Essas estatísticas seriam mais significativas se as PMEs informais também fossem incluídas.

Diante das informações apresentadas, percebe-se que as PMEs constituem um componente significativo para a economia nacional e local, entretanto, essas empresas apresentam fragilidades na sua gestão, que dificultam a sua manutenção e crescimento, ao apresentarem uma taxa média de mortalidade em torno de 60,2% após 5 anos de mercado (IBGE, 2019). A dificuldade de obter financiamento é sempre citada como uma das razões para o fechamento das empresas em qualquer cenário. Nascimento *et al.* (2013) identificaram que das pequenas empresas analisadas que faliram, 89% possuíam alguma dificuldade para conseguir um empréstimo. Araújo, Moraes & Pandolfi (2019) também corroboram que a falta do planejamento financeiro, além do crédito bancário, conduziram as pequenas empresas à falência.

A principal fonte de capital externo das PMEs são os bancos, porém, devido ao risco, eles hesitam na concessão de crédito. Kumar & Rao (2016), em uma pesquisa desenvolvida com 1.524 PMEs (2006 a 2013), observaram que as PMEs apresentaram uma dependência de dívidas de curto prazo, já que elas têm dificuldades em acessar dívidas de longo prazo, sendo a assimetria de informação, o racionamento de crédito e a falta de disponibilidade de demonstrações financeiras auditadas os fatores-chaves para essa dificuldade. Mahlawat & Batra (2020) reforçam que a ausência de informações é uma dificuldade significativa, e exige das pequenas empresas transparência de informações.

As PMEs são caracterizadas pela falta de transparência das informações, especialmente por causa de uma contabilidade menos rigorosa (Liu & Yu, 2008). A transparência é um dos princípios da boa governança, que resulta em um clima de confiança nas relações da organização com terceiros, e pode proporcionar uma vantagem na captação de recursos externos (IBGC, 2014). O sistema de governança se propõe a aumentar a qualidade do fluxo de informação. Almeida & Santos (2016) observaram, nas empresas listadas na BM&FBOVESPA no período de 2008 a 2012, que aquelas que disponibilizam mais informações para o mercado conseguiram captar recursos por meio de dívidas mais facilmente.

Conforme Silva & Leal (2007), o conceito de governança corporativa se aplica a todas as empresas que buscam uma relação de transparência e de confiança com as partes com quem mantêm algum relacionamento. A partir disso, acredita-se que a aplicação de princípios de boa governança, a exemplo de práticas contábeis adequadas, divulgação adequada de informações, presença de um conselho, o que torna a empresa mais transparente e administrada adequadamente, provavelmente aumentará a confiança dos investidores e instituições financeiras na empresa, reduzirá os problemas associados à assimetria de informações e tornará as PMEs mais propensas a captar recursos. Dessa forma, este estudo tem como pergunta de pesquisa: **“Como a governança corporativa impacta a estrutura de capital das pequenas e médias empresas que compõem o arranjo produtivo local de confecções do Agreste de PE?”**

Os reguladores, pesquisadores e profissionais relacionados à área de governança no Brasil concentraram suas atenções nas empresas listadas na bolsa de valores (B³). Essa concentração negligencia as PMEs, especialmente as que estão inseridas no contexto de economias em desenvolvimento (Al-Najjar & Al-Najjar, 2017), devido à inexistência de bancos de dados, o que é realidade do Brasil. Assim, lidar com essa lacuna é essencial para ampliar as alternativas de financiamento das PMEs (Caneghem & Campenhout, 2012; Martinez, Scherger & Guercio, 2019).

2. Referencial Teórico

2.1 A Governança no Âmbito das Empresas de Pequeno Porte

Tradicionalmente, os problemas de agência se referem aos conflitos de interesse causados pela separação entre propriedade e controle. Os conflitos partem da premissa de que existem divergências de interesse por causa do oportunismo dos agentes, contratos incompletos, e a incerteza na tomada de decisão organizacional (Jensen & Meckling, 1976).

Diante disso, seria tentador acreditar que as questões advindas da teoria não se aplicariam às pequenas empresas, já que, em geral, um único sujeito detém a propriedade e o controle (Hart, 1995). Entretanto, estudos desafiaram essa visão tradicional e identificaram que os conflitos surgem entre os proprietários e seus credores (Panda & Leepsa, 2017). As pequenas empresas não são obrigadas a cumprir qualquer divulgação, e, muitas vezes, não têm os dados necessários, como o histórico de demonstrações financeiras auditadas (OCDE, 2017), o que promove a assimetria informacional, pois os proprietários desfrutam de informações privilegiadas em relação aos seus financiadores (Pindyck & Rubinfeld, 2013). Essas empresas apresentam altos custos de falência e agência (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999), que promovem o risco moral e a seleção adversa.

Para Matias (2009), a seleção adversa ocorre em virtude das informações sobre o proponente de crédito serem incompletas e/ou incertas, visto que esse possui informações que o emprestador não tem, e as oculta para aumentar sua chance de receber o empréstimo. Portanto, a seleção adversa conduz ao racionamento de crédito quando não há uma regulamentação para a obrigatoriedade de concessão de empréstimos (Lazzarini & Chaddad, 2000). Já o caso do risco moral está relacionado às ações ocultas dos agentes. Ocorre quando o tomador desvia o crédito para outras atividades de alto risco, que não foram acordadas no contrato, sendo que essas atividades oferecem maiores retornos ao investimento, mas que, consequentemente, podem comprometer o pagamento da dívida (Mishkin, 2000).

Diante dos conflitos que enfrentam o principal e o agente, as organizações se encaminham para a adoção dos mecanismos de governança. A governança corporativa pode regular, monitorar e controlar o comportamento dos gestores das PMEs, e poderá ser capaz de reduzir o risco moral no uso do capital, aumentar a transparência, a prestação de contas, com o propósito de tentar eliminar a informação assimétrica entre bancos e as PMEs (Mutamimah, Tholib & Robiyanto, 2021).

Devido à assimetria informacional, as empresas sofrem pressões emitidas pelos diversos *stakeholders*, que as incentivam a divulgação de informação suficiente e confiável (Serra & Lemos, 2020). Caneghem e Campenhout (2012) indicaram que tanto a quantidade quanto a qualidade das informações das demonstrações financeiras estão positivamente relacionadas à alavancagem das PMEs. Quintiliani (2019) também constatou a importância da transparência no acesso aos recursos externos pelas PMEs, pois os resultados sugerem que uma maior transparência financeira permite que as PMEs reduzam as assimetrias de informação e otimizem sua estrutura de capital. Ademais, Erdogan (2018) revelou que o acesso das PMEs aos empréstimos bancários é afetado pela confiabilidade dos dados financeiros fornecidos pela empresa, e que não é possível para uma empresa receber um empréstimo a menos que possa apresentar sua verdadeira posição financeira.

Além da transparência, outros mecanismos podem ser adotados pelas PMEs, a exemplo do Conselho de Administração (IBGC, 2009). A estrutura do conselho não é universal e deve ser alinhada com as características das PMEs (Karoui, Khelif & Ingley, 2017). As PMEs apresentam tipos bem peculiares de conselho, pois devido à não separação entre propriedade e controle, e às restrições de recursos (Parsa, Chong & Isimoya, 2007), um único sujeito domina a tomada de decisão (Kurniawati et. al., 2018).

As pequenas empresas que possuem o modelo único de conselho têm dificuldades, pois a falta de conhecimento de instrumentos gerenciais e de aprimoramento dos gestores contribuem para inibir o seu crescimento. Isso ocorre porque muitas decisões são tomadas de forma intuitiva, sem considerar os demonstrativos contábeis e as informações gerenciais pertinentes (Santos, Dorow & Beuren, 2016).

Os estudos também mostram que os conselhos de família e as reuniões informais entre os acionistas são mais importantes do que o conselho de administração para as PMEs italianas (Montemerlo *et al.*, 2004). Umrani, Johl & Ibrahim (2015) identificaram nas PMEs que as decisões são tomadas pelo chefe da família, já que possuem características de uma gestão “de cima para baixo”.

Em complemento, outra forma de conselho que poderia ser utilizada pelas PMEs seria a contratação de uma consultoria especializada. Schuster & Friedrich (2017) revelaram que 75% dos empresários entrevistados acreditam que a consultoria empresarial pode trazer melhorias significativas para a gestão financeira de suas empresas, ao receberem conselho sobre o tipo de financiamento mais adequado para o perfil da empresa. Ralio & Donadone (2015) relatam a atuação do Sebrae no fortalecimento das PMEs, que oferece os serviços de técnicas de gestão e de treinamento. No entanto, apenas 33% das MPes buscaram os serviços desse órgão.

2.2 Estrutura de Capital nas Pequenas e Médias Empresas

A estrutura de capital (EC) constitui uma das principais linhas de pesquisa que podem promover o desenvolvimento e a sobrevivência das PMEs, especialmente em países emergentes, onde as restrições financeiras são mais fortes (Martinez, Scherger & Guercio, 2019).

As limitações concernentes à captação de fontes de financiamento promovem uma similaridade de recursos utilizados pelas PMEs ao redor do mundo. Berger & Udell (1998) desenvolveram uma pesquisa no âmbito das pequenas empresas norte-americanas, que revelou que aproximadamente 70% do total do capital utilizado por elas eram proveniente das seguintes fontes: recursos do proprietário, bancos comerciais e fornecedores. A realidade brasileira não se difere dessa conjuntura. Em um estudo realizado por Cavalheiro, Vieira & Valcanover (2016) identificou-se que a maior parte dos empresários brasileiros enfrentaram dificuldades para obter financiamento externo, sendo diagnosticado que as principais fontes de financiamento utilizadas pelas empresas são lucros acumulados, empréstimos bancários, cartão de crédito de amigos e de familiares, e economias pessoais.

Devido às pequenas empresas enfrentarem restrições financeiras, percebe-se uma preferência de financiamento com recursos internos. Essa prioridade pode ser explicada pela teoria de *Pecking Order*, desenvolvida para elucidar as preferências de financiamento das grandes empresas (Frank & Goyal, 2003; Kumar, Colombaro & Rao, 2017).

Segundo essa teoria, a assimetria da informação é um dos elementos fundamentais que influenciam nas decisões de financiamento das empresas. Assim, os gestores dispõem de informações privilegiadas em relação aos investidores, e no caso das PMEs, os proprietários possuem mais informações que os credores. É devido à existência desse fenômeno que decorre a justificativa por parte das empresas em seguirem uma hierarquia de fontes de financiamento (Myers & Majluf, 1984). A partir disso, a teoria explica que primeiramente para financiar os seus investimentos, as empresas selecionam financiamento interno, seguida de dívidas e a emissão de ações (Myers & Majluf, 1984).

Para Holmes & Kent (1991), as decisões de financiamento das micro e pequenas empresas seguem a mesma ordem de prioridade da *Pecking Order Theory* (Myers & Majluf, 1984), ao observarem, empiricamente, nos pequenos empreendimentos, a seguinte ordem: lucros acumulados, empréstimos e aporte de capital. Porém, os autores observaram que essa sequência de financiamento, no contexto das pequenas empresas, possivelmente se apresenta como obrigatória. A preferência por recurso interno se dará, em parte, pela vontade do proprietário de manter o controle da empresa, e devido à restrição de crédito enfrentada pelas pequenas empresas. Ademais, a falta de conhecimento de boa parte dos gestores sobre os benefícios das dívidas e os custos envolvidos em sua aquisição também impactam na decisão.

Ademais, observadas a importância e as teorias que norteiam a formação da EC das empresas, a exemplo da teoria de *Pecking Order*, os estudos buscam também compreender quais as características endógenas a essas empresas que poderiam influenciar/facilitar o acesso ao crédito.

O nível de tangibilidade é considerado um dos principais fatores que influenciam o endividamento das empresas (Öztekin & Flannery, 2012), pois os ativos são utilizados como garantia (Kayo & Kimura, 2011), tornando mais fácil para as empresas possuírem um maior nível de endividamento (Rajan & Zingales, 1995). Os ativos tangíveis transmitem informações ao mercado sobre a qualidade de uma empresa, ao possibilitarem a diminuição do nível de assimetria informacional, particularidade relevante para as PMEs (La Rocca, La Rocca & Cariola, 2011; Degryse, Goeij & Kappert, 2012).

As empresas procuram financiar seus ativos fixos com dívida de longo prazo, e seus ativos circulantes com dívida de curto prazo. Como as PMEs possuem baixa estrutura de ativos, têm maior dificuldade em acessar dívida de curto prazo (Abor & Adjasi, 2007). Por isso, identifica-se que os ativos tangíveis têm um efeito positivo e significativo no endividamento de médio e longo prazo, mas negativo na dívida de curto prazo (Michaelas, Chittenden & Poutziouris, 1999; Matias, Baptista & Salsa, 2015). Os resultados sugerem que os ativos das PMEs poderão contribuir para minimizar os problemas de agência e de informação assimétrica com que se deparam. As PMEs com menos ativos fixos necessitam contrair mais dívidas de curto prazo, resultados encontrados conforme a teoria de *Pecking Order*.

Já com relação à liquidez, Correa, Basso & Nakamura (2013), Henrique et. al. (2017), Carvalho, Ribeiro & Amaral (2018), e Henrique, Silva & Saporito (2021) encontraram forte influência do índice de liquidez corrente sobre o endividamento. Os resultados mostraram uma relação negativa entre liquidez e endividamento, o que confirma a teoria de *Pecking Order*. No âmbito das pequenas empresas, Pereira et al. (2015) utilizaram o índice geral de liquidez e evidenciaram um sinal negativo entre a liquidez geral (LG) e o Endividamento de Curto Prazo (ECP), ao indicarem que as PMEs analisadas têm mais ECP para enfrentar as suas obrigações, uma vez que possuem elevados problemas de liquidez.

3. Procedimentos Metodológicos

Esta pesquisa segue uma lógica fundamentada em uma visão objetivista, de cunho quantitativo.

Para operacionalizar a investigação, a amostra foi composta pelas PMEs cadastradas na Receita Federal do Brasil (RFB), pertencentes às cidades de Caruaru, Santa Cruz do Capibaribe e Toritama que compõem o APL de confecções. O total de empresas que compõem o APL são 8.187 empresas de setores relacionados à atividade de confecção, 5.602 do comércio, 2.480 da indústria e 105 de serviços (SEBRAE, 2021). Diante desse montante, o critério de representatividade da amostra foi não probabilístico, caracterizado como sendo por acessibilidade ou conveniência. Foram visitadas 382 empresas e 102 aceitaram participar da pesquisa, um retorno de 26,7% do total. O ponto mais relevante que influenciou na quantidade de respostas obtidas foi o conteúdo das perguntas presentes no questionário, pois vários empresários que foram contatados temiam que as informações fossem divulgadas.

As pequenas e as médias empresas que foram objeto de estudo desta pesquisa não possuem uma única definição para as PMEs no contexto acadêmico. Sendo assim, foi adotada a classificação do Sebrae e do BNDES (Quadro 1).

Quadro 1

Definição do porte das empresas

Porte	Atividades econômicas	
	Indústria	Receita bruta
Pequena empresa	De 20 a 99 pessoas	Superior a R\$360.000,00 e igual ou inferior a R\$4.800.000,00
Média empresa	De 100 a 499	De R\$ 4,8 milhões e menor ou igual a R\$ 300 milhões

Fonte: Sebrae (2021).

A receita bruta foi escolhida como critério de definição do porte das empresas, porque, em sua maioria, terceirizam parte ou toda a produção, e não possui vínculo empregatício, sendo a classificação pelo critério do número de empregados a menos indicada.

Neste estudo, os dados foram de fonte primária. A fim de conseguir esses dados, utilizou-se um questionário estruturado como instrumento de coleta de dados, que foi dividido em 3 seções, que buscaram compreender as características das PMEs em relação às informações sociais, as fontes de financiamento e os mecanismos de governança adotados.

Após a construção do questionário, o instrumento foi submetido à avaliação, primeiramente, de dois doutores e professores do ensino superior na área de Administração e a 4 doutorandos das áreas de Administração e Contabilidade, com o propósito de identificar se as perguntas que formavam o questionário contemplavam adequadamente as temáticas analisadas. O questionário também foi analisado por uma empresária da cidade de Caruaru, que fez considerações sobre a natureza das perguntas que compunham o questionário. Ademais, foi submetido à avaliação de dois gestores bancários ligados à pessoa jurídica, um de banco público e uma de banco privado, que também é mestrandia da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE), com a finalidade de verificar a linguagem e se as perguntas estavam adequadamente relacionadas ao objetivo proposto nesta pesquisa. Em um segundo momento, o questionário foi avaliado por 26 gerentes de conta de pessoa jurídica, distribuídos em 11 bancos, que indicaram que as assertivas refletiam a realidade das pequenas empresas e não apontaram a necessidade de inclusão de outras questões.

Esse movimento permitiu melhorar a qualidade do questionário. Após isso, o questionário passou por um pré-teste, com 4 pequenas empresas, com o objetivo de verificar se apresentava questões dúbias, dificuldades no entendimento da linguagem acadêmica e/ou inadequada sequência das perguntas. O tempo necessário observado para que os sujeitos da pesquisa respondessem ao pré-teste variou em torno de 20 a 30 minutos.

Além disso, foi necessário validar o instrumento de coleta (Cooper & Schindler, 2003). A validade de um instrumento refere-se ao fato de realmente medir aquilo a que se propõe, e determinar como e com que precisão essas medidas representam os conceitos propostos (Cooper & Schindler, 2003; Brewer & Hunter, 2006; Hair *et al.*, 2009), e pode ser aferida pelo alfa de Cronbach (Cooper & Schindler, 2003; Field, 2009). O resultado do Alfa de Cronbach foi de 0,918, ou seja, apresentou uma consistência interna muito boa (Pestana & Gageiro (2008).

3.1 Definição Operacional das Variáveis e Análise dos Dados

No que tange à variável dependente, Estrutura de Capital (EC) das empresas, foram utilizados os índices de endividamento de longo prazo e endividamento total para sua mensuração, conforme apresentado no Quadro 2.

Quadro 2

Operacionalização da variável dependente

Variável	Proxy	Descrição	Referências
Endividamento de Longo Prazo	$PNC = \text{Passivo Não Circulante}$ $AC = \text{Ativo Circulante}$ $ANC = \text{Ativo Não Circulante}$ $PNC / (AC + ANC)$	Razão entre as dívidas de longo prazo e os ativos totais	Avelar <i>et al.</i> (2017)
Endividamento Total	$PC = \text{Passivo Circulante}$ $PNC = \text{Passivo Não Circulante}$ $AC = \text{Ativo Circulante}$ $ANC = \text{Ativo Não Circulante}$ $(PC + PNC) / (AC + ANC)$	Razão entre as dívidas totais e os ativos totais	Avelar <i>et al.</i> (2017)

Em relação à variável independente relacionada à governança, há a necessidade de adaptação dos princípios e mecanismos de governança para a realidade das pequenas empresas. Fundamentado nos poucos trabalhos sobre governança no âmbito das pequenas empresas e na realidade das empresas que compõem o APL de confecções, a identificação dos princípios e mecanismos de governança se concentrou na transparência das informações, e buscou observar a qualidade e quantidade de informações com o propósito de prestar contas aos credores, por meio da elaboração de relatórios e a melhoria da tomada de decisão com base em informações e no conselho, que é o principal mecanismo interno de governança corporativa, ao contribuir com a melhor tomada de decisão, especialmente, na adequada gestão dos recursos financeiros (Silveira, 2010).

Por isso, a governança foi separada em transparência, prestação de contas e conselho administrativo, sendo elaboradas 28 assertivas, com padrões de respostas da escala do tipo *Likert* de 5 pontos. Além das variáveis clássicas tangibilidade e liquidez, baseadas na revisão da literatura, que são apontadas como determinantes da EC das empresas (Quadro 3).

Quadro 3

Operacionalização das variáveis independentes

Variáveis Clássicas				
Tangibilidade	AF = Ativo Fixo AT = Ativo Total	AF/AT	Razão entre o ativo fixo e os ativos totais	Michaelas, Chittenden e Poutziouris (1999)
Liquidez	AC = Ativo Circulante PC = Passivo Circulante	AC/PC	Razão entre ativo circulante e os passivos circulantes	Pereira <i>et al.</i> (2015)
Variável – Governança Corporativa				
Assertivas T. 1 – 12 - Transparência.				
(T1) Informações precisas (T2) completas, (T3) sobre as garantias, (T4) risco, (T5) outras dívidas, (T6) mudanças importantes no negócio, (T7) todas as informações necessárias, (T8) além das exigidas, (T9) sobre um planejamento referente à finalidade do crédito, (T10) corretas a respeito da destinação do empréstimo, (T11) sobre as intenções futuras do negócio e (T12) verdadeiras sobre o meu negócio.				IBGC (2014, 2009), Cavalheiro, Vieira & Valcanover (2016); Erdogan (2018).
Assertivas PC. 1 – 10 – Prestação de Contas				
(PCs1) Relatórios sobre a gestão do caixa, (PCs2) um planejamento financeiro anual, (PCs3) balanço patrimonial, (PCs4) Demonstração dos Resultados, (PCs5) uma clara divisão entre os orçamentos e fluxos financeiros da empresa e os dos proprietários, (PCs6) um plano para enfrentar as ameaças, (PCs7) a gestão de crédito concedida aos clientes e (PCs8) concedida pelos fornecedores, (PCs9) as projeções das demonstrações contábeis e a (PCs10) situação econômico-financeira da empresa.				Caneghem & Campenhout (2012) e Dube, Dube & Mishra (2011).
Assertivas C. 1 – 6 – Conselho Administrativo				
(C1) Um conselho consultivo/familiar ou gestor para a tomada das decisões mais importantes, (C2) que tem habilidades acadêmicas e técnicas, (C3) que possui(em) habilidades sobre o futuro da empresa, (C4) possui(em) experiência no mercado, (C5) que são pessoas experientes em relação à idade e o (C6) auxílio de uma consultoria externa.				IBGC (2014, 2009); Machado <i>et al.</i> (2013); Compagno, Pittino & Visintin (2005); Jain & Gumpert, 1980; Abor & Adjasi (2007).

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras.

Devido à natureza dos dados, utilizou-se, prioritariamente, testes que não exigem, em seus pressupostos, a normalidade dos dados, por serem mais adaptáveis aos estudos que envolvem variáveis nominais e ordinais, ou seja, os testes não paramétrico. O teste de *U Mann-Whitney* visou verificar a hipótese da pesquisa que consiste em observar se há diferença significativa na estrutura de capital das empresas que adotam ou não os mecanismos de governança.

Já com relação à Análise Fatorial Exploratória (AFE), sua finalidade foi identificar, por meio do conjunto de assertivas referentes à governança, estruturas existentes que não são observáveis diretamente. É uma técnica estatística que estuda a correlação entre muitas variáveis, o que permite a redução de dados, ao identificar as variáveis mais representativas ou criando um conjunto de variáveis bem menor que o original (Hair *et al.*, 2009).

Buscou-se atender aos pressupostos da AFE. Hair *et al.* (2009) indicaram que dificilmente consegue-se realizar uma AFE com uma amostra menor do que 50 observações e, como regra geral, deve-se ter pelo menos cinco vezes mais observações do que o número de variáveis analisadas. A amostra total foi composta por 102 empresas, entretanto, 70 empresas adquiriram recursos bancários e 32 nunca solicitaram financiamento. Por isso, as 70 formaram a amostra das empresas que responderam sobre todas as assertivas de governança, e atenderam assim, à orientação do quantitativo mínimo de 50 observações.

Com relação às 5 observações para cada variável, devido à dificuldade de acesso às empresas, esse critério não foi atendido. Mas, em relação a isso, Field, Miles & Field (2012) argumentam que se todas as variáveis apresentarem comunalidade maior que 0,6, as amostras pequenas podem ser adequadas (Hair *et al.*, 2009).

A análise dos dados também ocorreu por meio da aplicação da técnica de Modelagem de Equações Estruturais por Mínimos Quadrados Parciais (PLS-SEM – *Partial Least Squares Structural Equation Modeling*), tendo como pressupostos que é viável para amostras pequenas (menores que ~100 casos) e adequada à teoria que sustenta as relações causais que ainda não tem grande “sedimentação”, e pode ser usada de forma mais “exploratória”, a exemplo desta pesquisa. A técnica permite lidar com amostras inferiores a 10 casos por parâmetro do modelo e com conjuntos de dados que não apresentam normalidade (Hair *et al.*, 2013; Bido & Silva, 2019).

4. Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção, são apresentadas as questões acerca do perfil dos entrevistados e das empresas pesquisadas. Devido à natureza financeira da maioria das perguntas, o questionário, inicialmente, só seria entregue aos indivíduos que tivessem conhecimento geral da empresa, pois o intuito era conseguir o maior grau de fidelidade das respostas. Por isso, buscou-se os proprietários (sócios) da empresa, e caso não fosse possível o contato com eles, os gestores foram a próxima opção.

A partir dos dados coletados, foi detectado que a maioria dos respondentes, com um total de 75,5%, foram caracterizados como proprietários e apenas 24,5% dos sujeitos eram gestores.

Tabela 1

Panorama do perfil dos respondentes e características das PMEs

Função/Papel do respondente		Grau de Escolaridade	
Proprietários	75,5%	Ensino Fundamental Incompleto	6,86%
Gestores	24,5%	Ensino Fundamental Completo	5,88%
Gênero		Ensino Médio Incompleto	6,86%
Masculino	61,8%	Ensino Médio Completo	32,35%
Feminino	37,3%	Ensino Superior Incompleto	14,71%
Outro	0,98%	Ensino Superior Completo	29,41%
Responsável pela área financeira da empresa		Pós-Graduação	3,92%
Proprietário	81,37%	Composição Societária	
Membro da Família	6,86%	Quantidade de Sócios	
Sócio	4,90%	Único proprietário	63,73%
Contador	2,94%	Um sócio	24,51%
Outros	3,93%	Dois Sócios	8,82%
Idade dos respondentes		Três ou mais	2,94%
Média	37,5	% Sócio Majoritário	
Desvio Padrão	11,37	Até 50%	75,68%
Principais áreas de formação		Mais que 50%	24,32%
Graduação em Administração	48,98%	Qtd. de trabalhadores e Tempo de mercado	
Graduação em Contabilidade	10,20%	Média de trabalhadores	13,42
Graduação em Direito	10,20%	Desvio Padrão	17,1
Outras (14 áreas)	30,62%	Tempo Médio	13,25
Porte da Empresa		Desvio Padrão	11,56
Pequena Empresa	92%	Experiência com negócio (Anos)	
Média Empresa	8%	Média	13,61
Segmento das empresas		Desvio Padrão	9,79
Confecção	79,41%	Cidades	
Têxtil	15,69%	Caruaru	47%
Lavanderia	4,9%	Santa Cruz do Capibaribe	46%
		Toritama	7%

Fonte: dados da pesquisa (2022).

Inicialmente, foi traçado o perfil dos gestores das PMEs, sendo identificado tais atributos em sua maioria: proprietários (75,5%), homens (61,8%), com média de idade de 37,5 anos, cursando o ensino superior (48,5%), na área de Administração (48,98%), com tempo médio de experiência em gerenciar negócios de 13,61 anos.

Esses gestores administram empresas com tempo médio de atuação no mercado de pouco mais de 13 anos, do segmento de confecções (79,4%), com média de 13 trabalhadores e localizadas nas cidades de Caruaru (47%) e Santa Cruz do Capibaribe (46%). Ademais, são caracterizadas como pequenas empresas (92%), com propriedade centralizada no fundador, ou seja, 63,72% possuem 100% do capital controlado por uma única pessoa, característica comum dessas empresas (Hart, 1995). Essa concentração se reforça na administração do negócio, especialmente a área financeira, administrada pelos proprietários (81,37%).

Quanto ao grau de escolaridade, percebe-se um crescimento na valorização do conhecimento acadêmico, pois em uma pesquisa anterior realizada também no mesmo APL, apenas 29% dos entrevistados iniciaram ou concluíram o ensino superior (Ramos, Santos & Vasconcelos, 2017). Agora, quase metade dessas empresas são administradas por gestores que possuem uma vivência acadêmica especializada e/ou técnica. Alguns respondentes declararam que essa realidade tem se modificado, mesmo aos poucos, devido à implantação do *campus* da UFPE, em Caruaru. Ademais, uma característica que vale salientar, e que foi identificada pelas falas de alguns gestores, é que a qualificação tem se intensificado na segunda geração, ou seja, os filhos dos proprietários estão se preparando para assumir a empresa, e, hoje, em algumas empresas, já assumem o papel de gerentes.

Em relação ao tempo que essas empresas estão inseridas no mercado, visando a um detalhamento melhor dos dados referentes à idade das empresas, os resultados encontrados mostraram que a maioria das empresas pesquisadas, ou seja, 70,6%, conseguiram sobreviver ao período de pelo menos 5 anos, relatado como crucial pelo IBGE (IBGE, 2019) e 48,1% delas superaram os 10 anos de mercado.

4.1 Resultados da Análise de Equação Estrutural

Esta seção tem como finalidade identificar, por meio da análise da modelagem de equações estruturais, se existe influência dos mecanismos de governança adotados pelas PMEs que compõem o APL de confecções do Agreste em sua estrutura de capital.

As variáveis foram inseridas no modelo de equação estrutural mediante os fatores definidos pela Análise Fatorial Exploratória (AFE). Executou-se a AFE com o propósito de considerar apenas as variáveis com comunalidade $> 0,60$ (HAIR *et al.*, 2009), por causa do tamanho da amostra. Assim, as assertivas sobre transparência (T3, T9), prestação de contas (PC1, PC5) e Conselho Administrativo (C5, C6) tiveram que ser eliminadas (ver quadro 3).

O resultado do teste de KMO apresentou um valor de 0,770, ao evidenciar um bom grau de explicação das assertivas a partir dos fatores encontrados na AFE. Observou-se também que o teste de esfericidade de *Bartlett*, cujo resultado encontrado foi 253,507, indica ao nível de significância estatística de 5% (sig. $<0,05$), que existem correlações suficientes entre as assertivas na aplicação da AFE. A AFE gerou 5 fatores a partir dos três mecanismos de governança indicados nessa pesquisa (ver quadro 3), sendo a transparência (T) dividida em Divulgação (T- 4, 5, 6, 8, 10 e 11) e Seriedade (T- 1, 2, 7 e 12); a prestação de contas (PCs) dividida em Relatórios basilares (PCs - 2, 3, 4, 9 e 10) e Relatórios extras (PC - 6, 7 e 8) e Conselho (C - 1, 2, 3 e 4) em um único fator.

Em seguida, já com relação à modelagem de Equações Estruturais (MEE), o modelo inicial teve como variável dependente o nível de endividamento de LP. Após ter-se executado o MEE, começaram-se as análises do ajuste do modelo. O primeiro aspecto a ser observado foi a Validade Convergente, obtida pela observação das Variâncias Médias Extraídas (*Average Variance Extracted* - AVEs), cujos valores devem ser maiores que 0,50, pois admite-se que o modelo converge a um resultado satisfatório (Fornell & Larcker, 1981).

Os resultados mostraram que um dos constructos apresentou valores da AVE $< 0,50$. Devido a isso, ocorreu a remoção de três variáveis (Relatórios basilares - PCs - 2, 4 e 9), descritos no quadro 3, por apresentaram cargas fatoriais baixas.

Após o ajuste do modelo em relação a AVE, a segunda etapa foi garantir a Validade Convergente, que é a observação dos valores da Consistência interna (Alfa de *Cronbach*) e Confiabilidade Composta (CC). Nos dois casos, tanto a AC como a CC são usados para se avaliar se a amostra está livre de vieses ou se as respostas adquiridas são confiáveis. Valores do AC acima de 0,60 e 0,70 são considerados adequados em pesquisas exploratórias, e valores de 0,70 e 0,90 do CC são considerados satisfatórios (Hair *et al.*, 2014). A Tabela 2 mostra que os valores de AC e de CC são adequados.

A terceira etapa foi a avaliação da validade discriminante (VD) do MEE, que é entendida como um indicador de que os constructos ou variáveis latentes são independentes um dos outros (Hair *et al.*, 2014). Existem duas maneiras para efetuar essa validade: observando as cargas cruzadas – indicadores com cargas fatoriais mais altas nas suas respectivas variáveis do que em outras (Chin, 1998), e o critério de Fornell & Larcker (1981), em que as raízes quadradas das AVEs devem ser maiores que as correlações entre os dois constructos, que também foi atendido (ver tabela 2).

Tabela 2

Resultados dos pressupostos do modelo da variável endividamento de LP

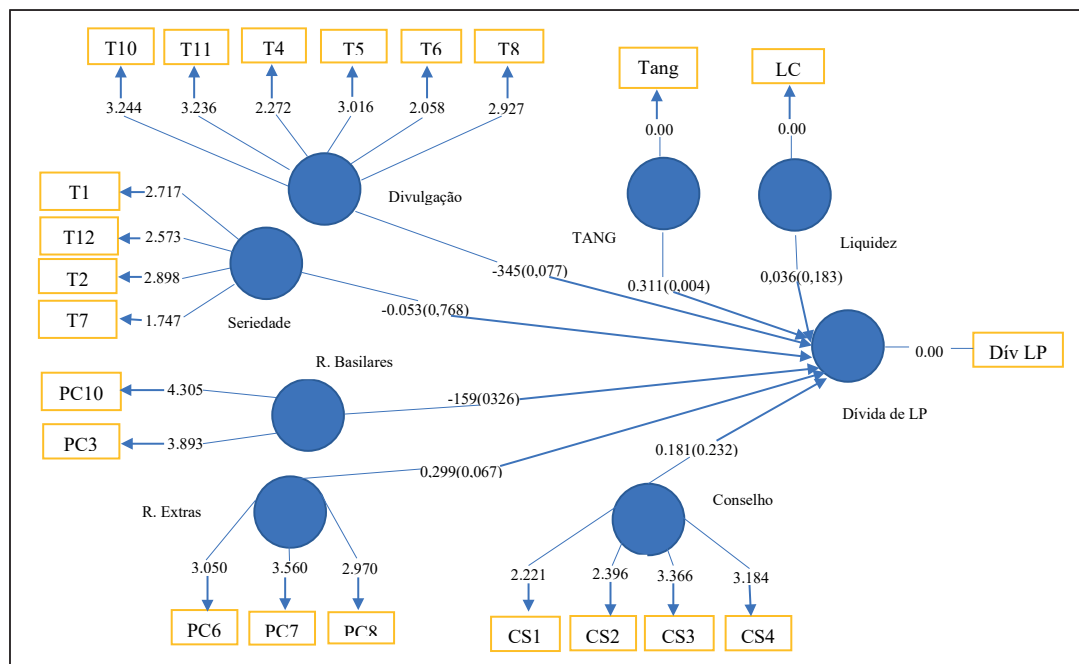
V. Latentes	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Conselho	0,790							
2. End. Bancário	0,204	1,000						
3. Liquidez	-0,037	0,094	1,000					
4. R. Basilares	0,279	-0,100	0,142	0,907				
5. R. Extras	0,171	0,089	-0,239	0,384	0,858			
6.T. Divulgação	0,141	-0,265	-0,109	0,388	0,340	0,730		
7. T. Seriedade	0,233	-0,180	-0,008	0,365	0,110	0,491	0,756	
8. TANG	0,276	0,247	0,072	0,095	-0,081	0,187	0,088	1,000
Alfa de Cronb.	0,844	1,000	1,000	0,786	0,854	0,855	0,822	1,000
Conf.Composta	0,867	1,000	1,000	0,902	0,893	0,872	0,838	1,000
AVE	0,623	1,000	1,000	0,822	0,736	0,533	0,572	1,000

Nota 1: os valores na diagonal são a raiz quadrada da AVE.

Nota 2: aqui foram mantidas as três medidas de confiabilidade.

Com a garantia da Validade Discriminante, terminam-se os ajustes dos modelos de mensuração, e parte-se para a análise do modelo estrutural. A primeira análise desse segundo momento é a avaliação dos coeficientes de determinação de Pearson (R^2). Os R^2 avaliam a porção da variância das variáveis endógenas que é explicada pelo modelo estrutural.

Para a área de ciências sociais e comportamentais, Cohen (1988) sugere que $R^2 = 2\%$ seja classificado como efeito pequeno, $R^2 = 13\%$ como efeito médio e $R^2 = 26\%$ como efeito grande, e o tamanho do efeito: $f^2 = 0.02 =$ pequeno; $f^2 = 0.15 =$ médio; $f^2 = 0.35 =$ grande. No modelo estudado, o tamanho do efeito (f^2) é pequeno, mas a variância explicada foi de médio impacto (R^2 ajustado = 18,4%).



Nota: valores fora dos parênteses são coeficientes estruturais padronizados (betas) e os valores dentro dos parênteses são valores-p.

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras

Figura 1. Modelo para a variável Dívida de Longo Prazo

Observa-se que três hipóteses foram confirmadas, sendo a tangibilidade, a um nível de 5% ($p < 0,05$), e a divulgação e os relatórios extras com significância de 10%. A relação estatisticamente significativa identificada com a variável tangibilidade dos ativos se mostrou positiva, ou seja, por meio do valor do *Beta* (0,311, $p = 0,004$) identifica-se que quanto maior o quantitativo de ativos que a empresa possui, maior a facilidade em conseguir ELP.

Os resultados corroboram com os encontrados por Michaelas, Chittenden & Poutziouris (1999), e Matias, Baptista & Salsa (2015), pois o nível de tangibilidade é positivo com a dívida de LP. Essa associação positiva pode ser explicada pelo fato dos ativos tangíveis contribuírem para minimizar os problemas de agência e de informação assimétrica com que se deparam as pequenas empresas, já que o endividamento de LP exige uma quantidade maior de informações, como apontado pelos gestores dos bancos. Entretanto, as PMEs apresentam restrições em relação ao nível de tangibilidade, e com menos ativos fixos que as grandes empresas necessitam contrair mais dívidas de curto prazo. Diante dessas limitações, os gestores precisam disponibilizar mais informações aos seus credores, como forma de garantia e possibilidade de avaliar a situação financeira da empresa.

Já a variável divulgação, marginalmente significativa, atrelada ao princípio da transparência, apresentou uma associação negativa (*Beta* -0,345, $p = 0,077$) com o endividamento, e está relacionada ao risco das empresas, englobando as questões: T4) O risco atrelado do negócio, T5) Outras dívidas que a empresa possui, T6) Informações sobre mudanças no negócio, T8) Informações além das exigidas pelos bancos, T10) Informações corretas sobre a destinação do empréstimo e T11) Informações das intenções futuras do negócio.

Essa relação negativa pode estar relacionada à qualidade e à quantidade das informações, pois as pequenas disponibilizam informações incompletas e/ou incertas e, muitas vezes, o tomador desvia o crédito para outras atividades de alto risco, que não foram acordadas no contrato (Mishkin, 2000; Matias, 2009). As pequenas empresas também não são obrigadas a cumprir qualquer divulgação e, frequentemente, não têm os dados necessários, como o histórico de demonstrações financeiras auditadas (OCDE, 2017). Ademais, elas estão mais expostas a um maior risco financeiro (Ang, 1991) e identificar o risco e mensurá-lo permite aos credores mitigar suas consequências (Crouhy, Galai & Mark, 2004), mas, dependendo do nível de risco de determinada empresa, haverá uma dificuldade maior na captação de recursos, especialmente de longo prazo.

Já a associação marginalmente significativa entre os relatórios extras (prestação de contas) e o ELP se mostrou positiva. Esse resultado aponta, por meio do valor do *Beta* (0,299 $p = 0,067$), que a disponibilidade desses relatórios ajudam na captação de recursos de longo prazo. A partir dessas informações, a empresa identifica o tempo que é financiada por seus fornecedores, e o intervalo que necessita de financiamento de capital de giro para se planejar. Além disso, o outro relatório que forma esse fator é o relatório de planejamento sobre crises no ambiente, ou seja, como a empresa se comportaria mediante essas circunstâncias, quais seriam as respostas para minimizar os efeitos negativos de uma crise sobre a empresa e como buscaria permanecer no mercado. Esse relatório é essencial porque fornece aos credores informações sobre as ações da empresa em um cenário como esse, de modo a permitir sua avaliação e a diminuição do risco dos seus *stakeholders* em não terem o retorno do capital solicitado.

Os relatórios também permitem que os credores tenham acesso à rotina da organização e como está sua situação financeira de CP. No caso das PMEs analisadas, observou-se que um percentual considerável de empresas (41,2%) consegue receber de seus clientes e posteriormente pagar seus fornecedores, e mantém uma situação favorável dentro da organização. Portanto, o curto prazo está sendo financiado pelos fornecedores. Diante disso, as PMEs recorrem mais às dívidas de LP para financiar suas atividades de mesmo intervalo de tempo. Esse resultado também indica que essas empresas teriam uma maior facilidade em honrar seus compromissos financeiros.

Dessa forma, como tentativa de reforçar esse resultado, todas as empresas que solicitaram, ou não, empréstimos bancários foram indagadas sobre a elaboração de alguns relatórios. Por meio da comparação entre os dois grupos, percebe-se que as empresas que buscaram empréstimos bancários elaboram mais relatórios que as empresas que nunca adquiriram empréstimo (ver Tabela 3).

Tabela 3

Relatórios elaborados pelas empresas pesquisadas.

Distribuição de um conjunto de relatórios que foram Elaborados (Elab.), Não Elaborados (NElb.) ou Não Conheciam por parte das empresas que obtiveram Empréstimo (PE) e as empresas que Não obtiveram Empréstimos (NPE)

Relatórios	Elab.		NElb.		NConhece	
	PE	NPE	PE	NPE	PE	NPE
1) Relatórios sobre a gestão do caixa	44	15	26	14	0	3
2) Planejamento financeiro anual	29	11	41	19	0	2
3) Balanço patrimonial	43	16	27	15	0	1
4) Demonstração dos resultados	44	17	26	13	0	2
5) Divisão dos recursos da empresa e dos proprietários	31	11	39	19	0	2
6) Projeção de fluxo de caixa	28	8	42	22	0	2
7) Plano para enfrentar as ameaças do ambiente	15	9	55	22	0	1
8) Projeções das demonstrações contábeis	44	10	26	20	0	2
9) Situação econômico-financeira da empresa	47	10	23	20	0	2

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras.

Dos 9 relatórios analisados, 8 são mais elaborados pelas empresas que adquiriram empréstimos. Ao observar essa diferença, buscou-se comprovar, por meio de teste estatístico, se realmente existe diferença no quantitativo de relatórios elaborados entre as empresas que solicitaram empréstimos bancários ou não. Para isso, e devido à não normalidade das variáveis analisadas, utilizou-se o teste não paramétrico de *U Mann-Whitney*.

Conforme os resultados da Tabela 4, chegou-se à conclusão, por meio dos *ranks*, que existe diferença entre os grupos, uma vez que esses resultados apontam que as empresas que solicitaram empréstimos bancários elaboram um quantitativo maior de relatórios, pois apresentaram um valor de 56,06, e as que não apresentaram um valor de 41,53.

Tabela 4

Ranks do Teste de *U Mann-Whitney*

Cap. Bancário		N	Mean Rank
Q. Relat. Elaborados	Não pegou empréstimo	32	41,53
	Pegou empréstimo	70	56,06
	Total	102	

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras.

O valor de *p* foi menor que 5% (Tabela 5) e mostra estatisticamente a diferença entre os grupos. Esse resultado fornece indícios que as empresas que pleitearam crédito são mais transparentes e elaboram mais relatórios, portanto, permitem ao credor avaliar o risco e a situação financeira da organização solicitante de crédito, pois não é possível para uma empresa receber um empréstimo, a menos que possa apresentar sua verdadeira posição financeira (Erdogan, 2018).

Tabela 5

Teste de U Mann-Whitney

Empréstimos Bancário	Quantidade de Relatórios Elaborados
<i>U Mann-Whitney</i>	801,000
<i>Wilcoxon W</i>	1329,000
<i>Z</i>	-2,314
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,021

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras.

Teti *et al.* (2015) encontraram uma relação negativa entre a governança corporativa e o custo de capital próprio, ou seja, os bons padrões de governança corporativa podem reduzir os problemas da agência e melhorar a qualidade dos fluxos de informação das empresas, e minimizar a assimetria de informações. Fonseca, Silveira & Hiratuka (2016) também constataram que a qualidade das demonstrações financeiras e contábeis, subjacente à transparência, reduziria a assimetria informacional, o que exerce um impacto positivo sobre a percepção dos *stakeholders*, pois em uma amostra com 252 empresas brasileiras não financeiras de capital aberto, no período 2000 a 2013. Os autores confirmaram que o fator governança corporativa foi relevante na determinação da estrutura de capital das empresas, pois exercem um efeito positivo não apenas referente à quantidade, mas também em relação à qualidade do endividamento. Esses resultados, embora relacionados a grandes empresas, corroboram os achados da pesquisa.

Portanto, há indícios que a governança corporativa pode regular, monitorar e controlar o comportamento dos gestores das PMEs, e poderá ser capaz de reduzir o risco moral no uso do capital, aumentar a transparência, a prestação de contas, com o propósito de tentar eliminar a informação assimétrica entre bancos e as PMEs (Mutamimah, Tholib & Robiyanto, 2021).

Em complemento, estão as variáveis que apresentaram uma relação positiva com o endividamento de longo prazo, porém não foram significativas: liquidez e conselho administrativo. Já as variáveis que apresentaram uma relação negativa foram: seriedade e relatórios basilares, porém, também não se mostraram estatisticamente significativas como variáveis preditoras. Esses resultados demonstram que é necessário um avanço no entendimento e na adoção da governança no âmbito das pequenas empresas.

O outro modelo executado foi o endividamento total das empresas. Esse modelo não atendeu aos critérios relacionados ao AVE e a CC, e por isso foi necessário a retirada de algumas variáveis (Relatórios basilares - PC - 9 e Seriedade - T-12). Depois dos devidos ajustes, o modelo apresentou, para todas as variáveis, valores de AVE > 0,5 e CR > 0,7, conforme descrito na Tabela 6, visto que se observa também que as cargas fatoriais (em negrito) são maiores que as cargas cruzadas (cargas “fora da diagonal”), o que confirma a validade discriminante.

Tabela 6

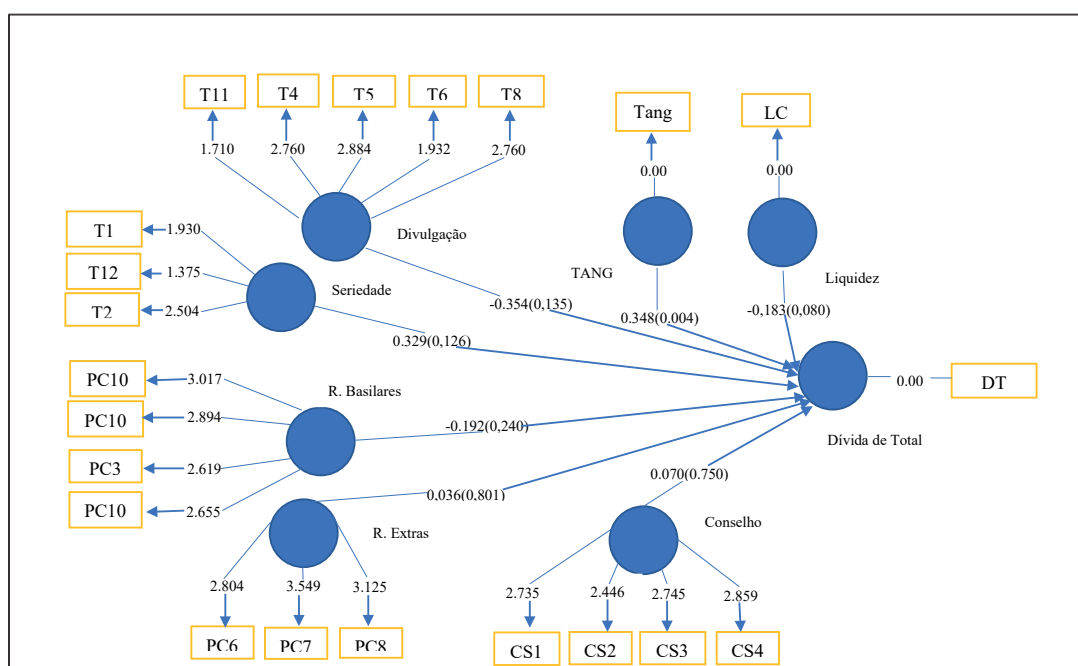
Resultados dos pressupostos do modelo da variável endividamento bancário

V. Latentes	1	2	3	4	5	6	7	8
1. Conselho	0,768							
2. End. bancário	0,136	1,000						
3. Liquidez	-0,035	-0,175	1,000					
4. R. Basilares	0,265	-0,176	0,098	0,797				
5. R. Extras	0,173	-0,074	-0,249	0,510	0,879			
6.T. Divulgação	0,176	-0,252	-0,003	0,381	0,350	0,710		
7. T. seriedade	0,241	0,189	0,042	0,392	0,227	0,277	0,715	
8. TANG	0,264	0,285	0,072	0,007	-0,065	0,175	0,049	1,000
Alfa de Cronb.	0,844	1,000	1,000	0,848	0,854	0,845	0,834	1,000
Conf. composta	0,866	1,000	1,000	0,874	0,910	0,830	0,742	1,000
AVE	0,621	1,000	1,000	0,634	0,772	0,504	0,511	1,000

Nota 1: os valores na diagonal são a raiz quadrada da AVE.

Nota 2: aqui foram mantidas as três medidas de confiabilidade.

O modelo estrutural também foi analisado e os resultados foram apresentados na figura 2. Observa-se que uma das variáveis, tangibilidade, foi confirmada a nível de 5% ($p < 0,05$) e a liquidez marginalmente significativa ($p < 0,10$). O tamanho do efeito (f^2) é médio para a variável seriedade (16%) e pequeno para a tangibilidade (15%), e a variância explicada também é média (R^2 ajustado = 24,1%).



Nota: valores fora dos parênteses são coeficientes estruturais padronizados (betas) e os valores dentro dos parênteses são valores-p.

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras

Figura 2. Modelo para a variável Dívida de Dívida Total

O resultado encontrado mostra que o nível de tangibilidade dos ativos, por meio do valor do *Beta* (0,348, $p = 0,004$), sugere que quanto maior o quantitativo de ativos que a empresa possui, maior o nível de endividamento. No caso dessa variável, se mostra relevante para as dívidas de LP também. Portanto, esse resultado está de acordo com a teoria de *Pecking Order*, pois as empresas que detêm garantias conseguem fazer com que os credores se sintam mais confortáveis em financiar os seus investimentos, e que os seus custos financeiros sejam mais baixos (Myers; Majluf, 1984).

Com relação à liquidez, por meio do valor do *Beta* (-0,183, $p = 0,080$), a associação positiva aponta que quanto maior o nível de liquidez das empresas, maior o nível de ET. Esse resultado contraria a teoria de *Pecking Order*, pois empresas rentáveis e com maior liquidez corrente optariam pela utilização de recursos internos para o financiamento de seus investimentos. Por outro lado, a liquidez pode ser valorizada pelos credores. Empresas com alto grau de liquidez corrente poderiam comportar maior grau de endividamento externo, especialmente de LP, pois as empresas teriam melhores condições para efetuar o pagamento dos empréstimos quando devido (Ozkan, 2001). Ademais, as empresas com um alto índice de liquidez poderiam utilizar os recursos para financiar as atividades de CP da empresa.

Segundo a Tabela 7, as empresas pesquisadas superam o valor de R\$1,00, indicado pela literatura, pois apresentaram uma média de LC de 3,83.

Tabela 7

Índice de Liquidez Corrente

Qtd. respondentes	Mínima	Máxima	Média	Desvio Padrão
102	0,23	19,00	3,83	4,472

Fonte: elaborado pelas pesquisadoras.

Ademais, percebeu-se que 67,6% das empresas apresentaram uma LC maior que 1,00 e igual ou abaixo de 5,0. Esse resultado indica que a maioria das empresas estão em uma situação favorável em relação à liquidez. Um percentual de 15,7% das empresas apresentaram uma LC maior que 5,00 e menor que 10,00. Já 11,8% delas possuem mais de 10 vezes direitos e bens em comparação com suas obrigações. Apenas 4,9% das empresas apresentaram uma liquidez menor que 1,00, ou seja, essas empresas não conseguem sanar suas dívidas de curto prazo apenas com seus recursos de curto prazo.

Em complemento, estão as variáveis que apresentaram uma relação positiva com o endividamento total, porém não significativas, a saber: seriedade, relatórios extras e conselho. Já as variáveis que apresentaram uma relação negativa foram: divulgação e relatórios basilares.

Kumar e Rao (2016) comprovaram a resistência dos bancos em conceder crédito às pequenas empresas. Os autores observaram que as pequenas e médias empresas apresentaram uma dependência de dívidas de curto prazo, já que elas têm dificuldades em acessar dívida de longo prazo, sendo a assimetria de informação, o racionamento de crédito e a falta de disponibilidade de demonstrações financeiras auditadas fatores-chaves para essa dificuldade. A dependência das dívidas de curto prazo pode ser uma das explicações para nenhum mecanismo de governança ter apresentado significância no modelo de dívida total, sendo os ativos tangíveis “informações suficientes na captação de recursos de terceiros, especialmente de curto prazo, que exigem uma quantidade menor de informações devido ao menor risco.

Ademais, o conselho também não se mostrou significativo para os modelos, isso pode ter acontecido porque a maioria das pequenas empresas possui conselho de administração com um único sujeito que exerce o cargo de presidente e de CEO (Compagno, Pittino & Visintin, 2005), ou, no caso das empresas pesquisadas, um conselho familiar informal ou apenas uma pessoa responsável pelas decisões mais importantes da empresa. Devido à centralidade, acabam tendo dificuldades, pois a falta de aprimoramento dos gestores e a dificuldade com o conhecimento de instrumentos gerenciais têm contribuído para inibir o crescimento dessas empresas, e em virtude também de ainda não possuírem a *expertise* e o conhecimento sobre as opções de financiamento disponíveis e estratégias para obter capital (Jain & Gumpert, 1980; Abor & Adjasi, 2007). Isso pode ser comprovado pelo nível de escolaridade, pois mesmo identificando um aumento no quantitativo de gestores que buscaram qualificação, mais da metade dessas empresas são administradas por gestores que possuem não possuem vivência acadêmica especializada e/ou técnica.

Diante dos resultados, percebe-se que os mecanismos de governança, especialmente a disponibilização de informações (qualidade ou quantidade de informações), aponta indícios de relevância no processo de captação de recursos externos. Entretanto, percebe-se que é necessário um avanço e um aprofundamento da adoção da governança pelas pequenas empresas, pois, conforme o estudo de Al-Najjar e Al-Najjar (2017), a adesão dos mecanismos de governança no contexto das MPEs no Reino Unido não estão ativos como nas grandes empresas. Os autores indicam que as decisões políticas no Reino Unido precisam elaborar normas e regulamentos para incentivar as MPEs a adotarem tais práticas.

5. Considerações Finais

Este artigo teve como objetivo identificar como os mecanismos de governança (divulgação, seriedade, relatórios basilares, relatórios extras e conselho) adotados pelas pequenas e médias empresas, que compõem o APL de confecções do Agreste de Pernambuco, influenciam na captação de dívidas.

Os resultados encontrados demonstraram indícios que a adoção das práticas de governança pelas pequenas e médias empresas que formam o APL de confecções do Agreste de PE influenciam na sua estrutura de capital, ou seja, podem facilitar na obtenção de dívida com terceiros, especialmente o de LP.

As variáveis significativas no modelo foram a transparência e a prestação de contas. Embora essas variáveis tenham se mostrado relevantes como possíveis determinantes na captação de recursos externos, percebe-se que essa adoção ainda está no início, pois o impacto do efeito foi pequeno. Isso indica que as pequenas e médias empresas ainda adotam de forma incipiente a governança, já que as variáveis relacionadas à governança (transparência e prestação de contas) apresentaram uma média geral de 3,394 e 3,076, respectivamente.

Entretanto, importa salientar que a introdução da governança no âmbito dessas empresas é um compromisso voluntário, e, mesmo assim, já se percebe-se um avanço. Na introdução dos mecanismos de governança, surge também a questão dos entraves à sua implementação. Tradicionalmente, espera-se que os administradores de empresas menores, devido à centralidade, se concentrem nas questões e desafios do dia a dia de suas empresas, como maneira de garantir a perenidade do negócio no mercado, em vez de lidar com questões estratégicas, a exemplo da adoção da governança.

Tal fato pode explicar porque o conselho não se mostrou relevante e significativo como determinante da estrutura de capital das pequenas e médias empresas estudadas. A concentração das principais decisões estão sobre responsabilidade do fundador/gestor, e as empresas acabam tendo dificuldades, pois a falta de aprimoramento deles e a dificuldade com o conhecimento de instrumentos gerenciais têm contribuído para inibir o crescimento das empresas. As pequenas empresas não conseguem desfrutar da finalidade do conselho, o que limita seus benefícios.

Entende-se que, mesmo diante de limitações, a compreensão e implementação da governança no âmbito das pequenas empresas é crucial para o seu desenvolvimento sustentável. É importante olhar para a questão como uma oportunidade para melhorar o desempenho e garantir a sustentabilidade das suas atividades empresariais.

Este estudo apresenta algumas limitações, que sugerem direções para novas pesquisas. Primeiro, destaca-se o tamanho da amostra, e pode não representar satisfatoriamente a realidade. Entretanto, vale destacar a dificuldade em conseguir as informações com as empresas pesquisadas devido à resistência dos proprietários.

Sugere-se, todavia, que estudos futuros busquem um conjunto maior de empresas, de modo que o uso dos dados coletados sejam os valores exatos das contas financeiras sem a utilização de faixas de valores. Além disso, a realização de um estudo longitudinal poderia permitir avaliar não apenas o nível atual da adoção da governança, mas também seu padrão ao longo do tempo. Isso pode proporcionar uma melhor configuração para examinar a eficácia da governança no âmbito das pequenas empresas.

Referências

- Abor, J.; & Adjasi, C. KD. (2007). Corporate governance and the small and medium enterprises sector: theory and implications. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(2), 111-122. <https://doi.org/10.1108/14720700710739769>
- ADDIPER, Agência de Desenvolvimento Econômico de Pernambuco. *Arranjo Produtivo Local*. (2019). Disponível em: <http://www.addiper.pe.gov.br/index.php/atuacao/arranjosprodutivos/>.>. Acesso em: 5 out. 2020.
- Almeida, M. A. & Santos, J. F. (2016). Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 18(45), 109-126. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n45p109>
- Al-Najjar, B.; & Al-Najjar, D. (2017). "The impact of external financing on firm value and a corporate governance index: SME evidence", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(2), 411-423. DOI:10.1108/JSBED-11-2016-0172
- Antero, C. A. da S.; Tavares, B.; Antonialli, L. M. & Castro, S. O. de C. (2019). The governance of Muriaé's (MG) clothing local production arrangement based on a bidimensional model analysis. *Revista De Administração da UFSM*, 12(5), 975-994. <https://doi.org/10.5902/1983465924425>
- Ang, J. S. (1991). Small business uniqueness and the theory of financial management. *Journal of small business finance*, 1(1), 1-13. DOI: <https://doi.org/10.57229/2373-1761.1108>
- Araújo, F. E.; Morais, F. R.; & Pandolfi, E. S. (2019). A Fábula dos Mortos-Vivos: Determinantes da Mortalidade Empresarial Presentes em Micro e Pequenas Empresas Ativas. *Revista de Empreendedorismo e Gestão de Pequenas Empresas*, 8(2), 250-271. DOI:<https://doi.org/10.14211/regepe.v8i2.763>
- Avelar, E. A.; Cavalcanti, J. M.; Pereira, H. R.; & Boina, T.M. (2017). Determinantes da Estrutura de Capital: um Estudo Sobre Empresas Mineiras de Capital Fechado. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(2), 23-39. <https://periodicos.ufpb.br/ojs2/index.php/recfin/article/view/30883/16997>
- Berger, A. N.; & Udell, G. F. (1998). The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle. *Journal of banking and finance*, 22 (6-8), 873-897. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00038-7)
- Bido, D. S.; & Silva, D. (2019). Dataset to run examples in SmartPLS 3 (teaching and learning). Disponível em: <https://data.mendeley.com/datasets/4tkph3mxp9/2>. Acesso em: 20 fev. 2022.

- Brewer, J. & Hunter, A. (2006). *Foundations of multimethod research*. Thousand Oaks: Sage.
- Caneghem, T. V. & Campenhout, G. V. (2010). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, 39(2), 341-358. DOI:10.1007/s11187-010-9306-3
- Carvalho, G. A. de; Ribeiro, J. E.; & Amaral, H. F. (2019). Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas que compõem o Índice Small Caps da B3. *Contabilidade Gestão e Governança*, 22(2), 227-242. https://doi.org/10.51341/1984-3925_2019v22n2a5
- Cavalheiro, E. A.; Vieira, K. M.; & Valcanover, V. M. (2016). Estrutura de Capital das Micro e Pequenas Empresas Gaúchas: uma análise dos relacionamentos bancários e fontes de financiamento. *Revista da Micro e Pequena Empresa*, 10(2), 2-17, 2016. <http://hdl.handle.net/10438/18924>
- Cohen, J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*, 2nd Ed. New York: Routledge.
- Compagno, C.; Pittino, D. & Visintin, F. (2005). Corporate governance and advanced forms of internationalisation in Italian SMEs. *Int. J. Globalisation and Small Business*, 1(2), 168-182. DOI:10.1504/IJGSB.2005.008012
- Cooper, D. R. & Schindler, P. S. (2003). *Métodos de pesquisa em Administração*. 7 ed. Porto Alegre: Bookman.
- Correa, C. A., Basso, L. F. C., & Nakamura, W. T. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de Pecking Order e trade-off, usando painel data. *Revista de Administração do Mackenzie* (online), 14(4), 106-133. <https://doi.org/10.1590/S1678-69712013000400005>
- Crouhy, M.; Galai, D. & Mark, R. (2004). *Gerenciamento de Risco: Abordagem Conceitual e Prática*. São Paulo: Quality Mark Editora.
- Degryse, H.; Goeij, P. de; & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447, 2012.
- Dube, I.; Dube, D. & Mishra, P. (2011). Corporate Governance Norm for SME. *Journal of Public Administration and Governance*, 1(2), 77-123. DOI:10.5296/jpag.v1i2.889
- Erdogan, A. I. (2018). Factors affecting SME access to bank financing: an interview study with Turkish bankers. *Small Enterprise Research*, 25(3), 1-13 <https://doi.org/10.1080/13215906.2018.1428911>
- Field, A. (2009). *Descobrendo a estatística usando o SPSS*. 2. ed. Porto Alegre: Artmed.
- Field, A.; Miles, J. & Field, Z. (2012). *Discovering statistics using R*. Sage Publications.
- Fonseca, C. V. C.; Silveira, R. L. F. & 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. DOI: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v35i2.29673>
- Fornell, C. & Larcker, D. (1981). Evaluating structural equations models with unobservable variables and measurement error. *Journal of Marketing*, 18(1), 39-50. <https://doi.org/10.2307/3151312>
- Frank, M. Z.; & Goyal, V. K. (2003). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of financial economics*, 67(2), 217-248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Hair, J.F.; Hult, T.M.; Ringle, C.M. & Sarstedt, M. (2013). *A Primer on Partial Least Squares Structural Equation Modeling (PLS-SEM)*. Los Angeles: SAGE.
- Hair, J. F. (2009). *Análise multivariada de dados*. 6. ed. Porto Alegre: Bookman.
- Hart, O. (1995). Corporate governance: some theory and implications. *The Economic Journal*, 105(43), 678-89. <https://doi.org/10.2307/2235027>
- Henrique, M. R.; Silva, S. B. & Saporito, A. (2021). Determinantes da Estrutura de Capital das Empresas Listadas na Bolsa de Valores do Brasil: Uma Análise Empírica do Período de 2007 ao 2016. *Gestão e Sociedade*, 15(41), 4163-4193. <https://orcid.org/0000-0002-5940-4267>

- Henrique, M. R.; Silva, S. B.; Soares, W. A.; & 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 – RIAE*, 17(1). DOI: <https://doi.org/10.5585/riae.v17i1.2542>
- Holmes, S.; & Kent, P. (1991). An Empirical Analyses of the Financial Structure of Small and Large Australian Manufacturing Enterprises. *The Journal of Small Business Finance*, 1(2), 141-154. DOI: <https://doi.org/10.57229/2373-1761.1118>
- Iacono, A. & Nagano, M. S. (2017). Interação e Cooperação em Arranjos Produtivos Locais de Micro e Pequenas Empresas. *Revista da Micro e Pequena Empresa*, 4(1), 4-19. DOI: <https://doi.org/10.6034/74>
- IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2014). *Caderno de Boas Práticas de Governança Corporativa Para Empresas de Capital Fechado: um guia para sociedades limitadas e sociedades por ações fechadas*. São Paulo.
- _____. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*. 4. ed. São Paulo, IBGC.
- IBGE, Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. (2019). *Demografia das Empresas e Empreendedorismo 2017: taxa de sobrevivência foi de 84,8%*. Disponível em: < <https://agenciadenoticias.ibge.gov.br/>>. Acesso em: 10 jan de 2021.
- Jain, S.K. & Gumpert, D.E. (1980). “Look to outsiders to strengthen small business boards”, *Harvard Business Review*, 58 (4), 162-70.
- Jensen, M.; & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Karoui, L., Khelif, W., & Ingley, C. (2017). SME heterogeneity and board configurations: an empirical typology. *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 24(3), 545-561. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2016-0197>
- Kayo, E. K.; & Kimura, H. (2011). Hierarchical determinants of capital structure. *Journal of Banking & Finance*, 35 (2), 358–371. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.015>
- 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>
- Kumar, S., & Rao, P. (2016). Financing patterns of Indian SMEs during 2006 to 2013: An empirical analysis. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, 28(2), 97-131. <https://doi.org/10.1080/08276331.2015.1132513>
- Kurniawati; S. L; Sari, L.P & Kartika, T. P. D. (2018). Development of good SME governance in Indonesia: An empirical study of Surabaya. *International Journal of Economics and Management*, 12(1), 305-319.
- La Rocca, M.; La Rocca, T.; & Cariola, A. (2011). “Capital Structure Decisions During a Firm’s Life Cycle”. *Small Business Economics*, 37(1), 107-130. DOI: 10.1007/s11187-009-9229-z
- Lazzarini, S. G.; & Chaddad, F. R. (2000). Gerenciamento de tecnologia e inovação em sistemas agroindustriais. In.: ZYLBERSZTAJN, D.; NEVES, M. F. (Orgs). *Economia & gestão dos negócios agroalimentares*, São Paulo: Pioneira/PENSA, 81-105.
- Liu, M., J. Yu. (2008). “Financial Structure, Development of Small and Medium Enterprises, and Income Distribution in the People’s Republic of China.” *Asian Development Review*, 25(1/2), 135-155. <https://doi.org/10.1142/S0116110508500108>

- Machado, R. T.; Grzybovski, D.; Teixeira, E. B. & Silva, M. D. (2013). Governança de pequenas empresas familiares: aspectos a considerar no modelo adotado. *Revista de Ciências da Administração*, 15(37), 198-210. DOI: <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2013v15n37p198>
- Mahlawat, S.; & Batra, V. (2020). Analytical study on role of MSME financing in development of economy. *International Journal of Advanced Science and Technology*, 29(3), 513-521. DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2023.20.3.4.en>
- Martinez, L.B.; Scherger, V.; & Guercio, M. B. (2019). "SMEs capital structure: trade-off or pecking order theory: a systematic review", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, 26(1), 105-132. <https://doi.org/10.1108/JSBED-12-2017-0387>
- Matias, F.; Baptista, C.; & Salsa, L. (2015). Estrutura do capital das PME da indústria transformadora portuguesa: uma análise com dados em painel. *TMStudies [online]*, 11(2), 120-129. DOI:10.18089/tms.2015.11215
- Matias, M. N. (2009). A assimetria informacional no financiamento das micro e pequenas empresas. *Revista TOC*, 114, 59-60.
- Michaelas, N., Chittenden, F. & Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in U.K. SMEs: Empirical evidence from Company Panel Data. *Small Business Economics*, (12), 113-130. https://labordoc.ilo.org/permalink/41ILO_INST/uf9g4h/cdi_proquest_journals_220940121
- MINISTÉRIO DO TURISMO. (2015). Compras impulsionam o turismo doméstico. 2014 Disponível em: < <http://www.turismo.gov.br/ultimas-noticias/711-compras-impulsionam-oturismo-domestico.html>>. Acesso em: 07 jun. 2015.
- Mishkin, F. S. (2000). *Moedas, Bancos e Mercados Financeiros*. Rio de Janeiro: LTC.
- Montemerlo, D., Gnan, L., Schulze, W. & Corbetta, G. (2004). 'Governance structures in Italian family SMEs', in S. Tomaselli and L. Melin (Eds.) 15th FBN World Conference Research Forum Proceedings, FBN – IFERA Publications.
- Mutamimah, M., Tholib, M., & Robiyanto, R. (2021). Corporate governance, credit risk, and financial literacy for Small Medium Enterprise in Indonesia. *Business: Theory and Practice*, 22(2), 406-413. DOI: <https://doi.org/10.3846/btp.2021.13063>
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- Nascimento, M.; Lima, C. R. M.; Lima, M. A. & Ensslin, E. R. (2013). Fatores determinantes da mortalidade de micro e pequenas empresas da região metropolitana de Florianópolis sob a ótica do contador. *Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios*, 6(2), 244-283. DOI: <https://doi.org/10.19177/reen.v6e22013244-283>
- OCDE. Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. *Launch of "Digital for SMEs" Initiative*. (2019). Disponível em: <https://www.oecd.org/fr/industrie/launch-of-digital-for-smes-initiative-paris-november-2019.htm>. Acesso em: 10 set de 2020.
- Öztekin, Ö. & Flannery, M. J. (2012). Institutional determinants of capital structure adjustment speeds. *Journal of Financial Economics*, 103 (1), 88-112. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.08.014>
- Ozkan, A. (2001). Determinants of capital structure and adjustments to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(1-2) 175 -199. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00370>
- Panda, B.; & Leepsa, N. M. (2017). Agency theory: Review of Theory and Evidence on Problems and Perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, 10(1), 74-95. <https://doi.org/10.1177/0974686217701467>

- Parsa, S.; Chong, G.; & Isimoya, E. (2007). Disclosure of governance information by small and medium-sized companies. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 7(5), 635–648. <https://doi.org/10.1108/14720700710827211>
- Pereira, H.; Tavares, F.; Pacheco, L.; & Carvalho, C. (2015). Determinantes da Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas do Vinho Verde. *Revista Universo Contábil*, 11(3), 110-131. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20153110-131>
- Pestana, H. M. & Gageiro, N. J. (2008). *Análise de Dados para Ciências Sociais – A Complementaridade do SPSS*. 5ª edição revista e corrigida. Edições Sílabo. Lisboa. ISBN: 978-972-618-498-0
- Pindyck, R. S.; & Rubinfeld, D. L. (2013). *Microeconomia* (8 ed). Makron Books.
- Quintiliani, A. (2019). Impact of Financial Transparency on SMEs' Value. *Journal of Applied Finance & Banking*, 9(6), 285-300.
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb05184.x>
- Ralio, V. R. Z.; & Donadone, J. C. (2015). Estudo sobre o histórico de atuação do SEBRAE na consultoria para micro e pequenas empresas brasileiras. *Gestão da Produção, Operações e Sistemas*, 10(2), 33-47. DOI: <https://doi.org/10.15675/gepros.v10i2.1223>
- Ramos, R. S., Santos, J. F. & Vasconcelos, A. F. (2017). A Gestão Dinâmica do Capital de Giro na Indústria de Confeções de Pernambuco. *Revista Universo Contábil*, 13(4), 84-103. DOI: <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.2017427>
- Santos, V.; Dorow, D. R.; & Beuren, I. M. (2016). Práticas gerenciais de micro e pequenas empresas. *Revista Ambiente Contábil*, 8(1), 153-186. DOI: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2016v8n1ID7271>
- Schuster, W. E.; Friedrich, M. P. A. (2017). A Importância da Consultoria Empresarial na Gestão Financeira das Micros e Pequenas Empresas. *Revista de Administração IMED*, 7(2), 183-205. DOI: <https://doi.org/10.18256/2237-7956.2017.v7i2.1950>
- SEBRAE, Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas. *Total de empresas brasileiras*. (2021). Disponível em: <https://datasebrae.com.br/totaldeempresas/>. Acesso em: 10 abr. 2021.
- Serra, S.; & Lemos, K. (2020). A Influência da governança corporativa e do auditor na divulgação sobre riscos. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 8(3), 106-124. DOI: <https://doi.org/10.22478/ufpb.2318-1001.2020v8n3.47009>
- Silva, A. L. C. da; & Leal, R. P. C. (2007). *Governança Corporativa: evidência empíricas no Brasil*. São Paulo Atlas.
- Teti, E.; Dell'acqua, A.; Etro, L. & Resmini, F. (2016). “Corporate governance and cost of equity: Empirical evidence from Latin American companies”, *Corporate Governance. The International Journal of Business in Society*, 16(5), 831-848 <https://doi.org/10.1108/CG-02-2016-0028>
- Tisott, P. B.; Tomiello, T.; Kroth, D. F.; Olea, P. M.; Borelli, V. Alice & Nespolo, D. (2016). O arranjo produtivo local - tecnologia da informação da serra gaúcha como um sistema de inovação. *Inteligência Competitiva*, 6(6), 25- 47. DOI:10.18226/610001/MOSTRAXIV.2014.90
- Umrani, A. I.; Johl, S. K.; Ibrahim, M. Y. (2015). Corporate Governance Practices and Problems Faced by SMEs in Malaysia. *Global Business and Management Research: An International Journal*, 7(2), 71-77.
- Xavier, T. M. C. (2020). Polo De Confeções do Agreste de Pernambuco: Formação de Aglomerado Produtivo e suas Dinâmicas Espaciais. *Caminhos de Geografia*, 21(73), 429–444. DOI: <https://doi.org/10.14393/RCG217349475>

Relação do *Earnings Response Coefficient* com o fluxo de caixa livre e a propriedade estatal: evidências no Brasil

Lauren Dal Bem Venturini

<https://orcid.org/0000-0003-4185-9842>

Suliani Rover

<https://orcid.org/0000-0001-8612-2938>

José Alonso Borba

<https://orcid.org/0000-0001-6068-342X>

Leonardo Flach

<https://orcid.org/0000-0002-4316-0704>

Resumo

Objetivo: Este estudo analisa o impacto do fluxo de caixa livre e da propriedade estatal no *Earnings Response Coefficient* (ERC) no mercado de capital brasileiro.

Método: Uma amostra de 210 empresas do período de 2011 a 2019 foi obtida no banco de dados da Economatica, sendo o *Earnings Response Coefficient* a variável dependente, fluxo de caixa livre e controle estatal as variáveis independentes principais, além de variáveis de controle, analisadas por meio da regressão de dados em painel com o método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS).

Resultados: Os resultados mostram que a informação contábil do fluxo de caixa livre possui implicações marginais relevantes no coeficiente de resposta aos lucros, bem como a propriedade estatal. A interação entre o fluxo de caixa livre e a propriedade estatal reforça que o aumento de lucros inesperados se deve a presença desses dois elementos.

Contribuições: Os achados contribuem com a literatura em mercados emergentes, ao relatar que o fluxo de caixa livre (dado contábil) e o monitoramento estatal (aspecto de governança) são itens informativos ao coeficiente de resposta aos lucros. Consequentemente, isso pode aperfeiçoar a análise financeira e o processo de avaliação das empresas por parte dos investidores e fazer os gestores atentarem-se aos efeitos na decisão de manter excedentes de caixa. Logo, permite a esses stakeholders compreenderem que a existência de recursos disponíveis (fluxo de caixa livre) em um negócio sinaliza perspectivas de lucros futuros.

Palavras-chave: Fluxo de caixa livre; Coeficiente de Resposta de Lucros (ERC); Propriedade estatal; Informatividade do preço das ações.

1. Introdução

O *Earnings Response Coefficient* (ERC) mede a relação entre lucro e retorno das ações (Pimentel, 2015). O ERC mensura o retorno anormal de mercado contra inesperados prospectivos componentes de ganho, ou seja, aspectos financeiros ou não das empresas que podem resultar em lucros futuros (Collins *et al.*, 1994; Lundholm & Myers, 2002). Por exemplo, o fluxo de caixa livre (FCL), fonte sustentável de caixa quando uma empresa precisa de saídas de caixa para retribuir às suas partes interessadas diretas (acionistas, credores) (Xie *et al.*, 2023), pode fazer os investidores revisarem as expectativas atuais sobre a empresa, devido aos possíveis dividendos futuros, levando a mudanças no preço das ações (Collins & Kothari, 1989). Assim, a oportunidade de lucros futuros influencia positivamente o ERC (Collins & Kothari, 1989; Collins *et al.*, 1994), quando os retornos das ações atuais podem refletir informações prospectivas (retornos anormais) sobre lucros futuros.

Na visão dos acionistas, o FCL gerado no exercício é condição suficiente para apropriação de dividendos (Faulkender & Wang, 2006). Ainda, se o FCL for direcionado a projetos de investimentos rentáveis em detrimento à emissão de dívidas e de novas ações (Chang *et al.* 2014), sinaliza provável capacidade financeira da empresa de gerar caixa para seus acionistas. Uma empresa pode investir mais quando o FCL é alto, sendo que a utilização ou o investimento eficaz de ativos aumenta o valor da empresa, enquanto aplicação ineficaz de ativos reduz (Yeo, 2018). Dessa maneira, a aplicação do caixa excedente, ativo livre para uso dos gestores, pode afetar a lucratividade (Chen *et al.*, 2016), o valor da empresa (Jensen, 1986; Yeo, 2018) e, por conseguinte, o ERC.

Porém, o FCL, na perspectiva do gestor, também pode ser usado para reduzir dívida, financiar capital ou reter como poupança preventiva (Chang *et al.*, 2014; Yeo, 2018). Nesse âmbito, o fluxo de caixa livre consiste no montante em excesso de caixa necessário para financiar projetos que têm valores presentes líquidos positivos quando descontados ao custo de capital (Jensen, 1986). Com isso, as empresas com substancial fluxo de caixa livre tendem a apresentar conflitos de interesse entre acionistas e gestores, pois os gestores podem decidir usá-lo em projetos benéficos do ponto de vista da gestão, mas não dos proprietários empresariais (Chen *et al.*, 2016; Zhang *et al.*, 2016). De acordo com a Teoria da Agência, os gerentes tendem a tomar decisões em prol de seus próprios interesses, e não na perspectiva de atender aos *stakeholders* da empresa (Yeo, 2018).

Para Jensen (1986), as empresas com poucos mecanismos de governança corporativa investem seu excesso de caixa ineficientemente. Os acionistas institucionais funcionam como mecanismos de monitoramento das atitudes dos gestores, como o uso do caixa livre em investimentos eficientes, porque são mais informados do que um investidor médio e se estiverem insatisfeitos com o desempenho podem vender as suas participações ou tentar influenciar a gestão da empresa (Karpavičius & Yu, 2017; Yeo, 2018).

A participação direta do governo como acionista institucional majoritário cria situação de potencial conflito e incerteza aos investidores minoritários, tendo em vista apoiar os projetos que exijam investimentos. Em contrapartida, também cunham uma série de benefícios, como acesso a financiamentos e apoio em períodos de dificuldades financeiras (Loch *et al.*, 2020). No entanto, as empresas estatais, em relação às não estatais, têm posição de mercado e recebem supervisão social mais fortes (Jiang *et al.*, 2014), o que resulta em fluxos de caixa livres mais forte (Xie *et al.*, 2023). Isso leva a crer que, se o fluxo de caixa livre atual de companhias controladas pelo governo for informativo aos acionistas como previsibilidade de lucros futuros, ele será uma função positiva do retorno anormal dos lucros.

A projeção do possível uso dos fluxos de caixa líquidos fornece aos gerentes e investidores dados úteis para estimar o valor da empresa e de seus projetos de investimento (Yaari *et al.*, 2016), pois o fluxo de caixa livre é um dos itens que não são facilmente suavizados pelos executivos por advirem do “ganho” da operação, e não “calculado” pelos contadores (Xie *et al.*, 2023). Pesquisas anteriores investigaram se o fluxo de caixa livre contribui para o excesso de sincronidade do retorno das ações (Cheung & Jiang, 2016), a distribuição de dividendos (Kallapur, 1994) e se há distinção de produtividade do fluxo de caixa livre em empresas estatal ou não. Como determinante do coeficiente de resposta aos lucros, há avaliações do poder de mercado do produto (Lee, 2018), do papel do risco (Pimentel, 2015), da estrutura de capital ou alavancagem (Dhaliwal *et al.*, 1991), do risco beta, da oportunidade de crescimento, do tamanho e da persistência do lucro (Collins & Kothari, 1989).

Em contraste com estudos anteriores, esta pesquisa busca compreender o caráter informativo dos retornos atuais sobre lucros futuros inesperados contemplando o dado contábil do fluxo de caixa livre, o qual não é uma medida direta de lucro, mas sua aplicação eficaz poderá resultar em lucros futuros. Faulkender e Wang (2006) destacam que há poucas discussões do valor do dinheiro adicional, ou seja, do montante em si de fluxo de caixa livre. Também se aborda a associação entre fluxo de caixa livre e retorno anormal quando a empresa é estatal ou não. Loch *et al.* (2020) alertam que os efeitos dos conflitos entre principal (governo como acionista majoritário) e principal (acionista majoritário) quando a empresa é estatal têm sido negligenciados. Ainda, o desempenho do fluxo de caixa livre das empresas estatais em comparação com o não estatal continua a ser uma questão empírica que requer análise (Xie *et al.*, 2023). Dessa forma, carece depreender se a participação do governo é benéfica ou prejudicial à reação dos investidores sobre lucros prospectivos diante do fluxo de caixa livre. Assim, analisa-se o impacto do fluxo de caixa livre e da propriedade estatal no *Earnings Response Coefficient* no mercado de capital brasileiro.

O estudo se faz relevante, tendo em vista examinar o comportamento de um item financeiro (fluxo de caixa livre), que pode afetar um componente em nível de mercado (coeficiente de resposta aos lucros). Além disso, o mercado brasileiro é atraente de investigação, pois apresenta separação significativa entre voto e direitos de fluxo de caixa devido às ações de duas classes e à concentração de propriedade e controle (Pimentel, 2015).

Os resultados desta pesquisa são úteis aos investidores, pois poderão apoiar o crescimento da empresa, por meio da incorporação de informações (FCL) sobre lucros futuros, ao perceberem que é possível gerar lucros consistentes e crescentes com fluxo de caixa livre e monitoramento estatal. Consequentemente, isso beneficia os gerentes, que assimilam o fluxo de caixa livre e a propriedade estatal como indicadores de confiança dos investidores na perspectiva de previsibilidade de lucros futuros.

No âmbito teórico, avançam-se os estudos de Cheung e Jiang (2016) e Kallapur (1994), que não apresentaram consenso sobre a relevância do fluxo de caixa livre no retorno das ações, de Loch *et al.* (2020) e Yeo (2018), os quais sugerem mais debates sobre o monitoramento estatal, tendo em vista poder monitorar o uso de ativos pelos gerentes, de Faulkender e Wang (2006), que evidenciaram necessidade de se discutir o valor do montante em si de fluxo de caixa livre e de Xie *et al.* (2023), que apontam necessidade de mais pesquisas sobre o desempenho do fluxo de caixa livre em empresas estatais *versus* não estatais.

Além disso, contribui-se para evidenciar se o fluxo de caixa livre denota previsibilidade de lucros futuros e é uma divulgação contábil útil aos investidores, assim como o fator de governança – ente estatal. Sendo assim, avança a Teoria do Fluxo de Caixa Livre, pois se analisa lucros prospectivos diante de variáveis financeiras ou não e a Teoria da Agência mediante avaliação da reação dos acionistas sobre o montante de fluxo de caixa livre como indicador financeiro de lucros futuros, em virtude de poder ser destinado livremente pelos gerentes, mesmo nas empresas estatais que possuem maior controle social.

2. Desenvolvimento das Hipóteses

Kothari e Sloan (1992) destacam que os preços das ações refletem as expectativas dos participantes do mercado sobre os lucros futuros, em grande parte porque o mercado de ações antecipa os lucros futuros por meio do uso de fontes de informações contábeis e não contábeis. Os fundamentos da empresa que determinam a incerteza sobre a realização dos fluxos de caixa futuros esperados podem ser responsáveis por uma parte significativa da associação entre os retornos atuais e os lucros futuros, mesmo antes de os gestores exercerem o poder de decisão sobre relatórios financeiros e divulgações voluntárias (Lee, 2018).

O valor (para o detentor do patrimônio) de caixa adicional varia consideravelmente, a depender da probabilidade de destino: i) reter o excesso de caixa, em vez de distribuir, garantiria não incorrer nos custos de transação associados ao levantamento de caixa, mas nos custos para mantê-lo, o que sugere aumento da distribuição de capital por meio de pagamento de dividendos ou recompra de ações; ii) empresa com caixa em excesso e altamente detentora de dívidas, ao pagar dívidas implica probabilidade reduzida de falência e elevada dos investidores não receberem dividendos; e iii) empresa com baixo nível de reserva de caixa tem alta probabilidade de precisar dos mercados de capitais externos para financiar seus passivos e investimentos de curto prazo, o que envolve custos de transação (Faulkender & Wang, 2006).

O fato de possuir reserva de caixa também atende ao interesse do gestor, pois reduz a pressão para criar valor na empresa, tendo em vista que os recursos poderão ser usados em projetos, bem como ajuda preservar a estabilidade financeira do negócio e, conseqüentemente, manter o seu emprego (Mikkelsen & Partch, 2003). Outra possibilidade de os administradores reterem caixa na forma de ativo financeiro é visando se proteger de dificuldades de levantamento de capital externo (Richardson, 2006). De acordo com a Teoria da Agência, os gerentes tendem a tomar decisões em prol de seus próprios interesses, e não na perspectiva de atender aos *stakeholders* da empresa (Yeo, 2018).

Em síntese, pode-se compreender que, na visão do acionista, o saldo livre em caixa induz a avaliação do custo do financiamento interno ser menor que o externo (Mikkelsen & Partch, 2003); a possibilidade de receber distribuição de capital (Faulkender & Wang, 2006); e que o negócio está indo bem e tem capacidade de saldar seus compromissos com terceiros (Richardson, 2006). No âmbito do gestor, também há perspectivas de o negócio ser promissor, mas não necessariamente para atender aos interesses dos acionistas (Richardson, 2006; Yeo, 2018). Portanto, a informação do fluxo de caixa livre permite que os usuários das informações contábeis avaliem o desempenho da organização e os possíveis riscos.

Em geral, as informações que atraem investidores são relacionadas ao lucro e à valorização das ações (preço), uma vez que ambas indicam o desempenho de uma empresa (Lee, 2018). Se uma empresa parar de pagar dividendos, o preço das ações diminuirá, ao passo que indicará falência se não fizer os pagamentos de juros e principal em tempo hábil (Karpavičius & Yu, 2017). Dessa forma, a existência de fluxo de caixa livre, a depender das características da empresa, pode denotar ganho aos investidores, de modo que esses reajam a essas probabilidades. Essa incorporação da previsão do mercado de lucros futuros na relação retorno-lucro na literatura de contabilidade financeira tem sido mensurada por meio do *Earnings Response Coefficient* (ERC) (Kothari & Sloan, 1992; Lee, 2018).

Quando os investidores recebem informações prospectivas com baixa incerteza sobre os fluxos de caixa futuros, eles incorporam essas informações imediatamente em suas atividades de negociação de ações. Em contraste, se essas informações forem altamente incertas, provavelmente aguardarão informações adicionais de apoio e, portanto, adiarão a incorporação das informações prospectivas em suas negociações de ações (Lee, 2018). Assim, a capitalização do mercado sobre os lucros futuros nos preços das ações depende da velocidade de resolução da incerteza quanto aos fluxos de caixa futuros.

O valor da empresa contém vários componentes, como imóveis, equipamentos, marca e dinheiro. Destes componentes, apenas o dinheiro pode ser usado livremente pelos gestores, mais especificamente o Fluxo de Caixa Livre (FCL), o qual pode resultar em aumento ou diminuição no valor da empresa, dependendo de seu uso (McCabe & Yook, 1997). A utilização ou o investimento eficaz aumenta o valor da empresa, ao passo que o uso ineficaz reduz (Brush *et al.*, 2000). O FCL ensina o gestor usar os fundos disponíveis para várias atividades, que podem ou não contribuir para aumento no valor da empresa (Jensen, 1986).

Jensen e Meckling (1976) evidenciam que pagar juros e dividendos reduz o fluxo de caixa acessível aos gerentes, evitando que eles invistam o excesso de caixa em projetos de baixo retorno ou em investimentos não lucrativos, atendendo aos seus próprios interesses à custa dos proprietários. Esses achados ficaram conhecidos como a Teoria do *Free Cash Flow* (fluxo de caixa livre), que busca mitigar as perdas do acionista ou motivar os gestores a pagar os recursos em dividendos, em vez de investi-los abaixo do custo do capital ou a desperdiçá-los em ineficiências organizacionais. Dessa forma, os dividendos podem ser vistos como um instrumento eficaz para controlar o problema de agência associado ao fluxo de caixa livre.

Faulkender e Wang (2006) examinaram a variação em excesso no retorno das ações ao longo do ano fiscal, descobrindo que o valor marginal do dinheiro diminui com maior liquidez de caixa, maior alavancagem, melhor acesso aos mercados de capitais e as empresas optam por maior distribuição de caixa por meio de dividendos, em vez de recompras. Yeo (2018) identificou que o FCL é um determinante do investimento e dos dividendos no setor de transporte marítimo, de modo que um maior FCL leva as empresas a aumentarem o investimento e reduzirem os dividendos. Mikkelsen e Partch (2003) observaram que as empresas com alto caixa crescem mais rapidamente, assumiam níveis mais altos de investimento e tinham índices mais elevados de valor de mercado do que de valor contábil, levando a inferir que os excessos de caixa pareciam apoiar o crescimento e reduzir o uso de financiamento externo.

Em suma, a ideia central é que o ERC é uma propriedade inerente dos relatórios financeiros em questões de credibilidade/reputação (Collins & Kothari, 1989; Lee, 2018), e a sensibilidade dos preços das ações a novas informações depende, em especial, do histórico dos relatórios e, muito particularmente, da evolução do valor contábil (Kothari & Sloan, 1992), ou seja, das características das empresas de evidenciar previsibilidade de lucros. Companhias com fluxo de caixa livre têm mais probabilidade de devolver dinheiro aos acionistas (Faulkender & Wang, 2006). Portanto, parece razoável supor que o fluxo de caixa livre reportado, informação histórica e contábil, que denota capacidade de investimentos, cria expectativas de distribuição de dividendos e/ou de que os gestores irão reinvestir o excesso na empresa, aumenta a resposta dos acionistas aos lucros inesperados. Uma vez que os investidores veem o fluxo de caixa livre como possível indicador do desempenho futuro da firma e do retorno das ações (Deng *et al.*, 2013), quanto maior for esse montante, maior a reação do investidor a determinado montante de lucros futuros inesperados (ERC). O valor que os acionistas atribuem ao dinheiro que as empresas detêm é alvo de pouca investigação na visão de Faulkender e Wang (2006). Assim, emerge a primeira hipótese de pesquisa (H_1)

H_1 : Há relação positiva entre o fluxo de caixa livre e o *Earnings Response Coefficient*.

Karpavičius e Yu (2017) argumentam que o aumento nos saldos de caixa se deve, em parte, ao monitoramento institucional, e sugerem que as empresas detêm menos do que o caixa ideal na ausência do que na presença da propriedade institucional. Yeo (2018) também destaca que sem monitoramento eficaz, como o dos acionistas ou de propriedade estrangeira ou do governo, os gerentes podem optar por investir em projetos de valor presente líquido baixo ou negativo, nos quais eles obterão recompensas financeiras ou outros ganhos.

Quando o Estado é o acionista controlador, geralmente costuma ter objetivos múltiplos e conflitantes. De um lado, exige que as empresas controladas sejam tão competitivas e eficientes quanto as companhias privadas, por outro lado, pode impor o ônus do bem-estar social (Loch *et al.*, 2020). Portanto, empresas estatais podem ser capazes de operar tão eficientemente quanto outras organizações. Consequentemente, os interesses dos acionistas parecem estar protegidos nas empresas estatais, pois o controle de propriedade almeja empresas rentáveis. Ainda, a existência de investidores institucionais aumenta o valor do dinheiro que uma empresa detém, o qual leva a um maior valor da empresa (Karpavičius & Yu, 2017) e pode fazer os investidores reagirem antecipadamente em virtude disso acarretar probabilidade de lucros futuros inesperados. Assim, a propriedade estatal, devido ao fato de intervir na gestão buscando lucro, pode ser *proxy* de valorização das ações atuais contra inesperados lucros a serem recebidos, o que resulta na segunda hipótese de pesquisa (H_2):

H_2 : companhias com o Estado de acionista controlador apresentam relação positiva com o *Earnings Response Coefficient*.

De modo geral, os investidores apreciam positivamente o desempenho da empresa, tendendo a reagir e a aumentar o valor das ações. Karpavičius e Yu (2017) sinalizam que, tanto a monitorização institucional como as reservas de caixa, ou ambas, têm impacto no valor da empresa. Além do mais, a reação dos investidores sobre o fluxo de caixa pode ser no sentido de repreender os gestores sobre o uso inadequado dos recursos de fluxo de caixa livre. Contudo, esse cenário pode ser diferente, quando o Estado é acionista controlador, pois possui seus próprios interesses, os quais podem divergir dos acionistas minoritários (Loch *et al.*, 2020; Yeo, 2018), mas também pode ser um investidor institucional que sinalize benefícios, em virtude de, em períodos de dificuldade, o governo facilitar o acesso ao crédito.

Poncet *et al.* (2010), Sun *et al.* (2002) e Xu e Wang (1999). e relataram que a propriedade estatal afeta o desempenho e as restrições financeiras das empresas, pois ela é eficaz na monitorização do desempenho de uma empresa. Zhang *et al.* (2016) destacam que as empresas com participação estatal tendem a investir mais e em melhores oportunidades de investimento. Chen *et al.* (2016) ao investigarem se e como o fluxo de caixa livre e as características de governança corporativa (estrutura de propriedade, do conselho de administração e do conselho de supervisores) afetavam os investimentos no nível da empresa, descobriram que certas estruturas de governança, como a concentração da propriedade e a dimensão do conselho de supervisão, mitigam o excesso de investimento e a concentração da propriedade estatal estimula os investimentos. Xie *et al.* (2023) sinalizam que as empresas estatais geram, em longo prazo, fluxos de caixa livres mais fortes do que as não estatais devido a maior capacidade de controle de despesas. Assim, o entendimento é que a propriedade estatal monitora a organização, inclusive a gestão do uso e a geração de fluxo de caixa livre mais consistente, visando ao desempenho futuro positivo, interferindo na perspectiva de retorno inesperado dos acionistas, emergindo a terceira hipótese de pesquisa (H_3):

H_3 : companhias com o Estado como acionista controlador e com fluxo de caixa livre apresentam relação positiva com o *Earnings Response Coefficient*.

Outros aspectos destacados pela literatura que interferem na expectativa de retorno dos acionistas são as características organizacionais. Chang *et al.* (2014) classificam as empresas com restrições financeiras com base no tamanho da entidade, descobrindo que as empresas com restrições financeiras (menores) alocavam mais fluxo de caixa adicional para a liquidez do que as empresas com menos restrições (maiores) e as grandes empresas alocavam mais fluxo de caixa adicional para investimento do que as menores. Dessa forma, os valores de fluxo de caixas livres, se não distribuídos como dividendos, possivelmente, serão aplicados em investimentos, e sendo esses eficazes o valor da empresa aumentará, enquanto a utilização ineficaz reduzirá (Yeo, 2018). Portanto, à medida que as empresas acumulam, geram ou têm oportunidade de os investimentos resultarem em mais fluxo de caixa, os acionistas tendem a reagir, pois prospectam possíveis lucros futuros inesperados das ações, ou seja, maior ERC.

A análise das idiosincrasias empresariais leva a crer que, quanto maior o risco sistemático da empresa, menor o valor presente de um determinado aumento nos dividendos futuros esperados, menor será o valor dessa firma para um investidor avesso ao risco e menor a reação do investidor ao montante de lucros inesperados (Collins & Kothari, 1989). Por isso, os riscos (sistemáticos) elevados sugerem ERC baixos e, consequentemente, uma relação negativa entre esses parâmetros. Nessa mesma lógica, se a entidade possui problemas de alavancagem, a perspectiva dos investidores de receber dividendos diminui (Dhaliwal *et al.*, 1991), ou seja, a alavancagem tem efeito de “denominador negativo” sobre a associação lucro-retorno das ações inesperado (ERC). Por outro lado, os investidores podem perceber que a presença de fluxo de caixa livre, mesmo se a empresa possui dívidas, pode ter capacidade de pagamento e continuar crescendo no mercado (Park & Jang, 2013). Já a ausência de fluxos de caixa sinaliza que algo pode não estar certo com os lucros e, talvez, os gestores estejam escondendo o verdadeiro desempenho da empresa (Dichev *et al.*, 2016).

3. Procedimentos Metodológicos

A amostra consiste em 210 empresas brasileiras não financeiras listadas na Brasil, Bolsa, Balcão (B3) no período de 2011 a 2019, com dados disponíveis, no mínimo, em quatro anos no banco de dados da Economatica® para apuração da variável dependente (ERC). Apenas quatro empresas possuem o mínimo de observações, tendo as demais cinco ou mais anos com dados, sendo que 94,29% têm sete ou mais anos com informações.

A pesquisa avalia um período pós-adoção das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) e sem considerar o ano de 2020, o qual foi marcado por reflexos socioeconômicos da pandemia de Covid-19 na economia mundial, gerando, em diversos segmentos empresariais, um ambiente volátil com níveis críticos de liquidez (Nicola *et al.*, 2020), que, consequentemente, afetou o fluxo de caixa, podendo, então, distorcer os resultados do estudo. Também se desconsiderou as empresas do setor financeiro, pois possuem estrutura patrimonial própria (Karpavičius & Yu, 2017).

No que tange ao delineamento da pesquisa, realizou-se estudo descritivo, quantitativo e documental, com análise dos dados por meio da estatística descritiva, matriz de correlação e regressão em painel pelo método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), mínimos quadrados ordinários empilhados, assim como em Pimentel (2015). As variáveis contínuas foram winsorizados entre 1% e 99% para se reduzir o efeito de valores influentes (*outliers*).

Para testar a hipótese 1, influência do fluxo de caixa livre no *Earnings Response Coefficient* (ERC), a Equação 1 foi utilizada, estando as variáveis definidas na Tabela 1, com sua descrição, sigla, métrica, sinal esperado e suporte teórico. Para a hipótese 2, passou-se a incluir a *proxy* de propriedade estatal no modelo, conforme Equação 2.

$$ERC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FCL_{it} + \alpha_j \sum_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$ERC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FCL_{it} + \alpha_2 EST_{it} + \alpha_j \sum_i Controls + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Quanto ao enfoque de averiguação de o ERC ser afetado pela extensão do fluxo de caixa livre, se o efeito for positivo (negativo), prevê-se que o ERC aumente (diminua), ou seja, ($\alpha_1 > 0$) ou ($\alpha_1 < 0$), uma extensão maior do FCL está associada a uma percepção de oportunidade de lucros mais alta (mais baixa) por parte dos investidores. Outro âmbito central é o fato da companhia ser controlada pelo Estado, a qual remete a uma associação positiva ao ERC em virtude desse monitoramento poder evitar que as empresas invistam em projetos de baixo retorno (Karpavičius & Yu, 2017), e os investidores tenderem a reagir positivamente a essa perspectiva de lucro. Para testar se há relação positiva, quando conjuntamente a empresa tem fluxo de caixa livre e propriedade estatal, hipótese 3, estimou-se regressões semelhantes às utilizadas em Chen *et al.* (2016), que analisaram a característica da estrutura de propriedade estatal e FCL por meio de interação. Portanto, seguiram-se as equações 1 e 2 e inclui-se interação entre as variáveis independentes de interesse (FCL*EST), conforme a Equação 3.

$$ERC_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FCL_{it} + \alpha_2 EST_{it} + \alpha_3 FCL_{it} * SOEs_{it} + \alpha_j \sum_1 Controls + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

As equações 1 a 3 consideram como variáveis de controle as da Tabela 1 e incluem setor e ano. Em relação aos setores, seguiu-se a denominação de Setor Econômico constante no banco de dados da Economatica®, de modo que contempla os seguintes segmentos: bens industriais; comunicações; consumo cíclico; consumo não cíclico; materiais básicos; outros; petróleo gás e biocombustíveis; saúde; tecnologia da informação; e utilidade pública.

Tabela 1

Variáveis da Pesquisa

Descrição	Sigla	Métrica	Sinal esperado	Suporte teórico
VARIÁVEL DEPENDENTE				
<i>Earnings Response Coefficient</i>	ERC	Mensurada conforme Tabela 2.	NA	Collins <i>et al.</i> (1994); Kallapur <i>et al.</i> (1994)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE				
Fluxo de Caixa Livre	FCL	Montante de fluxo de caixa livre (FCL _t) ponderado pelo ativo total (t).	+	Faulkender & Wang (2006)
Controle Estatal	EST	<i>Dummy</i> assumindo 1 quando o maior acionista é o governo (mais de 50%), e zero caso contrário.	+	Yeo (2018)
VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE				
Tamanho da companhia	TAM	Logaritmo natural dos ativos totais.	+	Collins & Kothari (1989)
Risco beta (Beta do CAPM)	RβT	Logaritmo natural do valor obtido do banco de dados da Economatica®, modelo CAPM dos últimos 5 anos.	-	Collins & Kothari (1989)
<i>Market to book</i> (oportunidade de crescimento)	MBT	Razão entre o valor de mercado das ações dividido pelo montante do patrimônio líquido.	+	Collins & Kothari (1989)
Estrutura de capital (alavancagem)	ALA	Razão entre passivo circulante mais não circulante dividido pelo patrimônio líquido.	-	Dhaliwal <i>et al.</i> (1991)
Persistência dos lucros	PER	Persistência dos lucros apurado segundo Dechow <i>et al.</i> (2010).	+	Collins & Kothari (1989)

Tendo em vista a verificação de critérios para a apuração da variável dependente, uma análise exploratória preliminar verificou que os valores do risco beta, *market to book* e alavancagem tinham distribuição distorcida positivamente e com casos discrepantes. Embora não se tenha suposição explícita sobre as variáveis explicativas, valores discrepantes podem causar resultados enganosos e terem alto grau de influência na estimação dos coeficientes. Logo, foi realizada a transformação logarítmica das três variáveis mencionadas.

A Tabela 2 ilustra as etapas de cálculo do *Earnings Response Coefficient* (ERC).

Tabela 2

Apuração do ERC

Etapa	
1ª Etapa: encontrar a variável independente – lucro anormal (LA_{it}):	
$LA_{it} = \frac{(L_{it} - L_{it-1})}{P_{it-1}}$	
LA_{it} = lucro por ação inesperado da empresa i no período t ; L_{it} = lucro por ação da empresa i no período t ; L_{it-1} = lucro por ação da empresa i no período $t-1$; P_{it-1} = preço da ação da empresa i no período anterior ($t-1$).	
2ª Etapa: encontrar a variável dependente – retorno anormal (R_{it}):	
$R_{it} = \frac{(P_{it+1} - P_{it})}{P_{it}}$	
R_{it} = retorno das ações de abril do ano t a março do ano $t + 1$; P_{it} = preço da ação i em abril do ano t ; P_{it+1} = preço da ação i em março do ano $t+1$.	
3ª Etapa: mensurar o ERC (β_1) por meio da regressão:	
$R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LA_{it} + \varepsilon_{it}$	
R_{it} = retorno normal da empresa i no período t ; LA_{it} = lucro inesperado (lucro anormal); β_1 = ERC; ε_{it} = componente do erro no modelo de empresa i no período t .	

Nota: etapas para apuração do ERC, conforme Collins *et al.* (1994); Kallapur *et al.* (1994).

Conforme Tabela 2, a variável dependente do estudo (ERC) é oriunda da relação entre lucros inesperados e retorno anormal. Lucros inesperados (1ª etapa) levam em conta a variação dos lucros escalonada (dividida) pelo valor de mercado da ação no início do período (1ª etapa) (Collins & Kothari, 1989), que, segundo Pimentel (2015), é uma medida amplamente aceita e bem documentada na literatura internacional. O retorno anormal da ação (2ª etapa) com maior liquidez, em consonância com estudos anteriores, é o retorno anual acumulado de abril do ano t a março de $t + 1$, a fim de captar qualquer reação de retorno associada ao anúncio de lucros para o ano t (Pimentel, 2015). Ou seja, o coeficiente β (3ª etapa) advindo da regressão entre lucro (variável independente – 1ª etapa) e a variação do retorno (variável dependente – 2ª etapa) corresponde à medida do retorno inesperado de uma ação pelo investidor (Collins *et al.*, 1994; Kallapur *et al.*, 1994). Uma vez que a ênfase deste artigo é a forma como as disponibilidades de caixa livre afetam a riqueza dos acionistas (lucro anormal), é preciso examinar o retorno individual das ações (Faulkender & Wang, 2006).

Seguindo Kallapur (1994), a regressão da etapa 3 (Tabela 2) foi estimada para as séries temporais de cada empresa separadamente. O mesmo procedimento operacional de estimação por empresa foi realizado para apuração da persistência, sendo considerado o lucro antes do imposto de renda (LAIR) e mensurado pelo modelo de Dechow *et al.* (2010). Para a apuração dessa variável, também se avaliou quatro ou mais anos com dados disponíveis, sendo que das 210 empresas, apenas oito tinham oito anos e as demais nove anos de dados.

Com base na Tabela 1, o montante do FCL advém da base de dados da Economatica®, em que é disponibilizado pronto para a coleta, sendo ponderado pelo ativo total para fins de equacionar ao nível da empresa (Kadioglu & Yilmaz, 2017). Optou-se pelo montante do FCL devido essa disponibilidade poder afetar o valor da companhia e ser documentado como determinante para investimentos e dividendos, o que implica aumento da expectativa de retorno de lucros anormais pelos acionistas (Deng *et al.*, 2013; Faulkender & Wang, 2006).

Para se reduzir o problema de endogeneidade, utilizou-se um conjunto de variáveis de controles selecionadas a partir da literatura anterior, que controlam características endógenas e exógenas às empresas. Assim, as variáveis independentes de controle são fatores específicos da empresa que controlam outras fontes de valor, além do dinheiro, e podem estar correlacionadas com a perspectiva de retorno anormal de lucros dos investidores. Assim, espera-se efeito positivo quando a entidade tem controle estatal, visto ser um aspecto de governança em que o maior acionista é o Estado e esse pode vir a decidir o destino das disponibilidades de fluxo de caixa livre, que, conforme a literatura, em geral, é para projetos com bons retornos, o que implica acionistas projetando maior retorno anormal (Loch *et al.*, 2020; Yeo, 2018). Além do mais, as empresas de maior tamanho (Chang *et al.*, 2014), com mais oportunidade de crescimento e persistência dos lucros denotam perspectiva de elevação de lucro aos acionistas (Collins & Kothari, 1989), características essas que associadas a presença de fluxo de caixa livre, podem sinalizar mais probabilidades de devolver dinheiro aos acionistas e, esses, consequentemente, projetam um retorno anormal futuro maior (Faulkender & Wang, 2006). Por outro lado, empresas de maior risco e estrutura de capital dependente de terceiros podem levar os acionistas a compreenderem que o fluxo de caixa livre será utilizado para quitar dívidas e menos valor será revertido a eles, promovendo menor expectativa de retorno anormal de lucros futuros (Faulkender & Wang, 2006).

Na perspectiva de robustez aos achados, segregou-se a alavancagem em curto (PC) e em longo prazo (PNC), ambas ponderadas pelo patrimônio líquido. Consistente com o argumento de que o fluxo de caixa contém informações sobre o crescimento futuro da organização (Chang *et al.*, 2014), busca-se compreender a reação dos investidores aos lucros inesperados diante da existência de compromissos de curto e longo prazo e fluxo de caixa livre, pois as restrições financeiras podem ser impedimento para aplicação do fluxo de caixa livre em investimentos. Empréstimos de curto prazo aumentam o risco da empresa e isso estabelece maior pressão sobre os executivos para que melhorem os resultados, como, por exemplo, do fluxo de caixa, visando demonstrar uma sustentabilidade financeira que seja capaz de minimizar a ameaça de uma possível falência (Dichev *et al.*, 2016).

A fim de validar os modelos utilizados (equações 1 a 3) e, consequentemente, os resultados, realizaram-se testes de: Jarque-Bera para normalidade; RESET para a correta especificação do modelo; Durbin Watson e Breusch-Godfrey LM para problemas relacionados à autocorrelação serial dos resíduos; VIF para multicolineariedade; e White e Breusch Pagan para heterocedasticidade. A Tabela 3 apresenta os resultados gerais dos testes. Ressalta-se que os testes de multicolineariedade, heterocedasticidade e de autocorrelação também constam especificamente para cada uma das tabelas da seção de análise.

Tabela 3

Testes Relacionados a Possíveis Problemas Econométricos

Teste	Jarque-Bera	RESET	VIF Médio	White	Breusch-Pagan	Durbin-Watson	Breusch-Godfrey LM
Resultado	JB: 5610 $\chi^2(2)$: 0	F(3,1641) = 27,54 Prob > F = 0.0000	1,56	$\chi^2(232) = 755.72$ Prob > χ^2 = 0.0000	$\chi^2(1) = 1798,73$ Prob > χ^2 = 0.0000	0,24785	0.0000

Conforme a Tabela 3, os dados não apresentam normalidade (teste de Jarque Bera), possuem ausência de multicolineariedade (teste VIF) e presença de heterocedasticidade (testes de White e de Breusch-Pagan) e de autocorrelação (testes de Durbin-Watson e de Breusch-Godfrey LM). Para melhor especificação dos modelos (equações 1 a 3), mediante os problemas apresentados, operacionalizou-se regressão de dados em painel com o método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) com erro padrão robusto e efeitos fixos de setor e ano, devido o método POLS possibilitar estimar conjuntamente erros padrões robustos diante de heterocedasticidade e autocorrelação e ainda controlar o efeito do setor que é invariante no tempo (Petersen, 2009). Os resultados obtidos no teste RESET sugerem rejeição da hipótese nula (forma funcional está correta e nosso modelo não sofre de variáveis omitidas).

4. Análise dos Resultados

A Tabela 4 evidencia a estatística descritiva das variáveis.

Tabela 4

Estatística Descritiva dos Dados

Variável	N	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	p25	Mediana	p75	Máximo
ERC	1.890	1,9038	5,1024	-7,8062	-0,0460	0,2746	2,2856	26,7338
FCL	1.890	0,0137	0,0849	-0,3052	-0,0221	0,0135	0,0578	0,2707
TAM	1.835	14,6614	1,9018	9,4375	13,4649	14,7978	15,9075	19,0152
RBT	1.748	0,2107	1,3214	-3,0338	-0,7460	0,3268	1,1990	2,7780
MBT	1.740	1,7514	2,3341	-3,8285	0,4810	1,1395	2,2901	12,4193
ALA	1.835	1,9040	5,5601	-13,7294	0,4740	1,2063	2,3615	36,2813
PER	1.890	0,2858	0,4704	-1,1594	0,0063	0,3193	0,6164	1,3721
EST		Sim	114	6,19%				
		Não	1.555	93,81%				

Nota: N = número de observações.

Com base na Tabela 4, é possível verificar que a média do coeficiente de resposta aos lucros (ERC) é positiva em 1,9038, elevando esse quantitativo a 2,2856, quando se observa 75% da amostra, e a 26,7338, em análise do ponto máximo. A variável fluxo de caixa livre (FCL) também apresentou média positiva de 0,0137 e desvio-padrão de 0,0849, sinalizando que no período avaliado as companhias brasileiras tiveram, em média, uma baixa variação do fluxo de caixa livre e com pouca heterogeneidade de estimações. Ao se controlar o percentual de companhias com FCL positivo (dado tabulado, mas não tabelado), verificou-se 57,25% da amostra com essa característica, implicando decisão futura das companhias sobre esses valores e, conseqüentemente, expectativa dos investidores sobre o destino dele. Isso reforça a importância de analisar o montante de FCL na perspectiva dos acionistas. Em análise de 25% da amostra (p25), nota-se FCL negativo. Para financiar um fluxo de caixa negativo, é provável que as companhias se apoiem no uso de capital de terceiros (Yeo, 2018).

O tamanho das companhias mostra-se homogêneo, assim como as variáveis risco, *market to book* e persistência. Por outro lado, a alavancagem evidencia empresas com dívida média de aproximadamente 1,9040 em relação ao patrimônio líquido e com diversidade de capital de terceiros, tendo em vista o desvio-padrão de 5,5601. No que tange ao aspecto das empresas serem estatais ou não, identifica-se 6,19% da amostra com esta especificidade.

A Tabela 5 ilustra a associação (correlação de Spearman) entre as variáveis do estudo.

Tabela 5

Matriz de Correlação dos Dados

	ERC	FCL	TAM	R β T	MBT	ALA	PER	EST
ERC	1							
FCL	0,1149***	1						
TAM	0,1237***	0,0721***	1					
R β T	0,0509**	-0,0327	0,0339	1				
MBT	0,2315**	0,1584***	0,3104***	0,0384	1			
ALA	-0,052**	-0,0944***	0,3954***	0,0311	0,4419***	1		
PER	0,2066***	0,0692***	0,108***	0,0551**	0,2181***	0,0206	1	
EST	0,0046	-0,0674***	0,1774***	-0,0551**	-0,0587**	-0,0171	-0,0302	1

Nota: ***, **, * nível de significância de 0,01; 0,05 e 0,10 respectivamente.

A maior correlação observada é entre a alavancagem e *market to book*, sendo esta positiva em 0,4419. Dessa forma, as correlações da Tabela 5 sugerem que não há alto grau de multicolineariedade entre as variáveis independentes. Além disso, identifica-se relação positiva entre as variáveis do estudo e a variável dependente (ERC), exceto a alavancagem que demonstra relação negativa. Ainda, obtêm-se evidências iniciais de que o FCL e a propriedade estatal aumentam a resposta dos investidores sobre possíveis lucros futuros inesperados, tendo em vista a associação positiva deles com o ERC. Por outro lado, o FCL denota correspondência negativa com o risco da empresa (R β T). Tal evidência corrobora o entendimento de que empresas com maior risco sistemático sinalizam menor possibilidade de dividendos futuros, em razão de lucros inesperados (Collins & Kothari, 1989).

A Tabela 6 retrata os resultados da regressão, conforme a Equação 1, visando evidenciar se há associação entre o FCL e o ERC.

Tabela 6

Determinantes do Coeficiente de Resposta aos Lucros considerando apenas FCL

ERC	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
FCL	3,8115	1,3874	2,7500	0,0060	1,0901	6,5330
TAM	0,2485	0,0578	4,3000	0,0000	0,1352	0,3618
R β T	0,1345	0,0760	1,7700	0,0770	-0,0146	0,2836
MBT	0,6280	0,0812	7,7300	0,0000	0,4686	0,7873
ALA	-0,1627	0,0215	-7,5600	0,0000	-0,2049	-0,1205
PER	1,9917	0,2794	7,1300	0,0000	1,4437	2,5397
_cons	-2,7837	0,7805	-3,5700	0,0000	-4,3147	-1,2528
Multicolineariedade (VIF)			1,57			
Heterocasticidade			0,0000			
Autocorrelação			0,0000			
Número de observações			1.572			
Efeito fixo de setor			Sim			
Efeito fixo de ano			Sim			
F ²			9,89			
R ² ajustado			24,88			

Os resultados da Tabela 6 evidenciam relação estatisticamente significativa do montante do fluxo de caixa livre com o coeficiente de resposta dos lucros. Isso sugere que os investidores reagem positivamente ao fluxo de caixa livre, ou seja, o processo de criação de valor é influenciado pela extensão em que os preços atuais das ações incorporam informações do FCL ao valor dos lucros futuros (Lee, 2018). Em outras palavras, dado que os agentes de mercado têm expectativas sobre os lucros futuros, o montante do FCL representa uma informação contábil que afeta os preços das ações. Isso confirma a utilidade do montante do fluxo de caixa livre como indicador financeiro de uma empresa (Xie *et al.*, 2023).

Portanto, o coeficiente do fluxo de caixa livre positivo e significativo reforça a hipótese de que as empresas com maiores fluxos de caixa livre têm uma propensão a investir em projetos positivos, o que resulta em superinvestimentos e aumenta o desempenho da empresa (Richardson, 2006; Yeo, 2018), de modo que não se pode rejeitar H_1 – há uma relação positiva entre o fluxo de caixa livre e o *Earnings Response Coefficient*. Sendo assim, os investidores, na percepção de que as companhias com fluxo de caixa livre podem gerar lucros futuros inesperados, reagem positivamente a essa informação de forma antecipada.

A Tabela 7 retrata os resultados da regressão, conforme a Equação 2, visando evidenciar se há associação entre EST e o ERC.

Tabela 7

Determinantes do Coeficiente de Resposta aos Lucros considerando FCL e EST

ERC	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
FCL	3,6505	1,3259	2,75	0,0060	1,0500	6,2511
EST	1,2101	0,2546	4,75	0,0000	0,7107	1,7095
TAM	0,2648	0,052	5,10	0,0000	0,1629	0,3667
RβT	0,1461	0,0719	2,03	0,0420	0,005	0,2872
MBT	0,6129	0,0786	7,79	0,0000	0,4587	0,7671
ALA	-0,1607	0,021	-7,64	0,0000	-0,2019	-0,1194
PER	1,9576	0,2721	7,19	0,0000	1,4239	2,4914
_cons	-3,0326	0,714	-4,25	0,0000	-4,4331	-1,6321
Multicolineariedade (VIF)			1,56			
Heterocasticidade			0,0000			
Autocorrelação			0,0000			
Número de observações			1.669			
Efeito fixo de setor			Sim			
Efeito fixo de ano			Sim			
F ²			10,4			
R ² ajustado			24,69			

Em relação à outra variável de interesse, fato de as companhias serem controladas por ente estatal, conforme Tabela 7, também revela magnitude estatística ao ERC. Isso sinaliza que a propriedade governamental contribui para monitorar o uso de ativos financeiros pelos gerentes (Yeo, 2018). Portanto, há reflexo distinto no ERC quando a empresa é estatal ou não.

Dessa forma, os achados demonstram que o monitoramento institucional, neste estudo representado pelo controle estatal, é consistente com a melhora do valor da empresa, corroborando Karpavičius e Yu (2017). Essa percepção de criação de valor nas empresas públicas pode decorrer do recebimento de mais subsídios para compensar os declínios nos lucros causados pela intensificação da concorrência das empresas não estatais (Xie *et al.*, 2023), que podem elevar ou conservar o fluxo de caixa livre a ser distribuído aos acionistas.

O tamanho da empresa também é estatisticamente significativo e positivamente relacionado ao coeficiente de reposta dos lucros inesperados. Assim, companhias maiores, geralmente, têm mais recursos financeiros à disposição, o que permite identificar e capitalizar investimentos, por exemplo, em pesquisa e desenvolvimento, *marketing* e expansão de mercado e, consequentemente, resultar em aumento dos lucros e da oportunidade de lucros futuros inesperados. Nessa perspectiva, as grandes firmas têm, em média, menores lucros inesperados, tornando seus lucros menos voláteis do que em pequenas firmas (Chang *et al.*, 2014), ou seja, o tamanho, *proxy* do ambiente de informações empresarial, ajuda explicar o retorno anormal das ações (Cheung & Jiang, 2016; Collins & Kothari, 1989).

Outro aspecto determinante do ERC é o risco beta, estatisticamente e positivamente relacionado ao ERC. Tal achado corrobora o entendimento de que o risco da empresa é contemplado na avaliação da possibilidade de lucros futuros inesperados, como na distribuição de dividendos (Collins & Kothari, 1989). Desse modo, a relação entre risco e ERC deste estudo (associação positiva, sendo esperado um sinal negativo – Tabela 1) denota que, quanto mais arriscados forem os retornos futuros esperados da firma, maior será o valor dessa firma para um investidor que tolera risco elevado, o que acaba afetando os preços das ações (e o retorno das ações) ao avaliarem a empresa (Pimentel, 2015). Portanto, um sinal positivo entre risco e ERC pode significar que os investidores estão dispostos a pagar um prêmio por ações de empresas que enfrentam maior risco, por acreditarem que elas têm potencial para gerar retornos mais altos, o que pode ser decorrente do montante de fluxo de caixa livre. Ainda, podem compreender que a empresa está tomando medidas para mitigar seu risco e melhorar seu desempenho futuro, respondendo positivamente aos ganhos futuros, mesmo que haja um risco percebido. Por exemplo, em setores de alto crescimento e inovação, como tecnologia, biotecnologia e *startups*, as entidades geralmente enfrentam riscos significativos, mas também têm o potencial de oferecer retornos exclusivos.

A oportunidade de crescimento, representada pelo *market to book*, demonstrou ser estatisticamente e positivamente significativa ao coeficiente de resposta aos lucros. Desse modo, empresas com potencial de expansão fazem os investidores responderem antecipadamente, por meio da medida de lucros inesperados. Isso revela que o *market to book* atual reflete informações prospectivas de valor relevante sobre os investimentos atuais e futuros, ou seja, de lucros acima das taxas normais de retorno (Collins & Kothari, 1989).

A persistência também proporcionou significância estatística e relação positiva com o ERC. Isso significa que lucros mais persistentes apresentam maior previsibilidade e maior qualidade do que os menos persistentes (Collins & Kothari, 1989). Logo, companhias com persistência de resultados podem otimizar a análise da natureza e da magnitude dos lucros futuros no processo de avaliação financeira das empresas pelos investidores (Pimentel, 2015).

A alavancagem evidenciou sinal negativo e com significância estatística. Isso significa que os investidores podem entender que a perspectiva de receber dividendos diminui quando a empresa tem dívidas a pagar (Dhaliwal *et al.*, 1991) o que implica associação negativa com lucro-retorno das ações inesperado (ERC).

Outra avaliação realizada é a variável fluxo de caixa livre ponderada pelo logaritmo natural em vez do ativo total (Tabela 1). Isso permitiu observar a consistência dos resultados denotados significativos na Tabela 6, bem como do poder explicativo similar do modelo (R^2 ajustado). Esses dados foram tabulados, mas não tabelados. Também se avaliou a alavancagem desagregada (curto e longo prazo), cujo resultado consta na Tabela 8.

Tabela 8

Determinantes do Coeficiente de Resposta aos Lucros com a Variável Alavancagem Segregada

ERC	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
FCL	3,6420	1,3183	2,76	0,0060	1,0564	6,2277
EST	1,1870	0,2545	4,66	0,0000	0,6878	1,6862
TAM	0,2735	0,0523	5,23	0,0000	0,1709	0,3761
RBT	0,1431	0,0718	1,99	0,0460	0,0022	0,2840
MBT	0,6210	0,079	7,86	0,0000	0,4660	0,7760
PC	-0,0559	0,047	-1,19	0,2340	-0,1480	0,0362
PNC	-0,2508	0,0493	-5,09	0,0000	-0,3475	-0,1542
PER	1,9391	0,2722	7,12	0,0000	1,4051	2,4730
_cons	-3,1831	0,7206	-4,42	0,0000	-4,5965	-1,7697
Multicolinariade (VIF)			1,75			
Heterocasticidade			0,0000			
Autocorrelação			0,0000			
Número de observações			1.669			
Efeito fixo de setor			Sim			
Efeito fixo de ano			Sim			
F ²			10,28			
R ² ajustado			24,58			

Com base na Tabela 8, percebe-se que os níveis de endividamento de longo prazo mostram-se como informações de maior relevância aos investidores do que os de curto prazo, no que tange às expectativas de retorno sobre a empresa (ERC). Dessa forma, o sinal negativo do longo prazo evidencia que, mesmo havendo fluxo de caixa livre, se a entidade possui problemas de alavancagem, a perspectiva dos investidores de receberem dividendos diminui (Dhaliwal *et al.*, 1991), o que acaba afetando o ERC. Sendo assim, com base nesses resultados, os gestores devem ter cuidado com a alavancagem da dívida devido a maior possibilidade de falência com um nível de endividamento excessivo. Por outro lado, o financiamento da dívida reduz o arbítrio gerencial (fluxo de caixa livre) e os custos de agência e, por sua vez, aumenta o valor da empresa (Chen *et al.*, 2016; Jensen, 1986; Yeo, 2018).

No que tange à reação dos investidores, tendo em vista a empresa ter compromissos financeiros de curto prazo, não se observou relevância estatística, quando há fluxo de caixa livre. Isso demonstra que, havendo fluxo de caixa livre, os acionistas compreendem que a sustentabilidade financeira e possível falência em curto prazo podem não estar ameaçadas, e avaliam que os executivos estão engajados em melhorarem os resultados da organização, mas não contam com possíveis lucros futuros inesperados. Yaari *et al.* (2016) evidenciam que, em regra, o passivo circulante tem vida curta e, como uma empresa é vista como algo em continuidade, ele se renova frequentemente, e também é algo que os gerentes têm mais controle dos juros envolvidos. Assim, o passivo circulante pode ser algo que os investidores não percebem como algo proporcionador de lucros futuros inesperados.

Em análise adicional, incluiu-se interação entre o fluxo de caixa livre e a propriedade estatal (FCL*EST) visando testar H₃ (Equação 3). O coeficiente dessa interação, em sendo positivo com o ERC, implica que o aumento do ERC deve-se a dois efeitos: presença de fluxo de caixa livre e propriedade estatal. Os resultados dessa avaliação estão na Tabela 9.

Tabela 9

Determinantes do Coeficiente de Resposta aos Lucros com a Interação entre FCL e EST

ERC	Coef.	Robust Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
FCL	-4,2997	1,4499	-2,9700	0,0030	-7,1435	1,4560
EST	0,8244	0,2217	3,7200	0,0000	0,3896	1,2591
FCL*EST	5,8727	0,7453	7,8800	0,0000	4,4108	7,3346
TAM	0,3224	0,0419	7,6900	0,0000	0,2401	0,4046
R β T	0,1913	0,0606	3,1600	0,0020	0,0725	0,3102
MBT	0,3801	0,0762	4,9900	0,0000	0,2306	0,5295
PC	-0,0196	0,0371	-0,5300	0,5980	-0,0924	0,0532
PNC	-0,1751	0,0396	-4,4200	0,0000	-0,2528	-0,0973
PER	1,5046	0,2594	5,8000	0,0000	0,9958	2,0133
_cons	-3,6399	0,5873	-6,2000	0,0000	-4,7919	-2,4879
Multicolinariedade (VIF)			1,58			
Heterocasticidade			0,0000			
Autocorrelação			0,0000			
Número de observações			1.669			
Efeito fixo de setor			Sim			
Efeito fixo de ano			Sim			
F ²			22,49			
R ² ajustado			44,64			

Dados da Tabela 9 apontam relação positiva e significativa da interação entre fluxo de caixa livre e empresa estatal com o ERC. Além disso, observa-se melhor poder explicativo do modelo (R² ajustado). Isso leva a crer que o ERC pode ser mais bem definido em empresas estatais quando há fluxo de caixa livre. Esse resultado corrobora a não rejeição de H₃.

Sendo assim, os acionistas respondem positivamente à perspectiva de lucros futuros inesperados, quando há propriedade estatal e fluxo de caixa livre. Os investidores podem observar que as empresas com monitoramento institucional do Estado, sinalizam possível investimento do fluxo de caixa livre em projetos de valor presente líquido elevado e de interesse dos acionistas, os quais proporcionarão recompensas financeiras futuras (Karpavičius & Yu, 2017), ou seja, preveem lucros futuros inesperados, como possível distribuição de dividendos, oriundo do monitoramento estatal no FCL. Outro aspecto é que as empresas estatais listadas em bolsa também devem criar valor para os acionistas e o fluxo de caixa livre mostra-se como a fonte de caixa sustentável para esse objetivo (Xie *et al.*, 2023).

Também é provável que a propriedade institucional de controle estatal, devido à participação acionária com poder de decisão que consegue pressionar as empresas a melhorarem seu desempenho, bem como a interferirem na gestão (Karpavičius & Yu, 2017), leva os investidores a crerem que esse aspecto de governança não irá deixar os gestores usarem os recursos disponíveis em fluxo de caixa livre em investimentos ineficientes, o que faz com que antecipem o retorno das ações atuais lucros inesperados, ou seja, lucros futuros.

Na Tabela 9, verifica-se o FCL com significância estatística e relação negativa com o ERC. Pode-se depreender que, mesmo havendo menores FCL, a propriedade institucional, em razão do monitoramento dos gestores para não aplicarem recursos em investimentos destruidores de caixa (Karpavicius & Yu, 2017), receber pressões sociais para lucros consistentes (Xie *et al.*, 2023), permitir acesso mais fácil ao financiamento e apoiar as empresas em períodos de dificuldades financeiras (Loch *et al.*, 2019), é uma variável de governança que promove criação de valor nas companhias (Karpavicius & Yu, 2017) e, por conseguinte, maximiza a resposta dos acionistas a possíveis lucros futuros inesperados. Logo, atendendo ao questionamento de Loch *et al.* (2019), a participação do governo demonstra-se benéfica às empresas quando há fluxo de caixa livre, pois os acionistas reagem positivamente a esses dois aspectos, de modo a reduzir o conflito entre o principal e o principal.

A perspectiva de lucros futuros dos investidores, diante do monitoramento estatal e do montante de fluxo de livre, pode decorrer do fato de as estatais listadas gerarem fluxo de caixa livre consistentemente mais forte do que o das não estatais, devido à gestão orçamental rigorosa e às mídias sociais que implicam em maior controle das despesas (Jiang *et al.*, 2014; Xie *et al.*, 2023). Também são empresas capazes de ter um melhor desempenho na gestão do capital de giro, pois o governo torna os fornecedores mais inclinados a fornecer-lhes crédito comercial (Yeo, 2018). Outro fato é que as empresas públicas tendem a ter acesso mais fácil a preferências fiscais, o que significa que as empresas estatais de utilidade pública suportam uma carga fiscal mais baixa do que as não estatais (Xie *et al.*, 2023).

De modo geral, com base nos achados desta pesquisa, infere-se que o fluxo de caixa livre associado às características da empresa pode denotar lucros futuros aos investidores, de modo que esses reajam a essas probabilidades (Karpavicius & Yu, 2017). As idiossincrasias institucionais observadas neste estudo são: em média, as grandes firmas com fluxo de caixa livre e com propriedade estatal, associadas a lucros mais persistentes, maiores riscos, maiores oportunidades de crescimento, perspectivas de pagamento de longo prazo, mostram-se como características de informações financeiras que tendem a levar o mercado de capitais a reagir e, conseqüentemente, a antecipar os lucros por meio da alteração dos preços das ações, tornando-se menos voláteis aos lucros inesperados do que as firmas de pequeno porte.

Assim, reforça-se o entendimento de Kothari e Sloan (1992) de os preços das ações refletirem as expectativas dos participantes do mercado sobre os lucros futuros, por meio do uso de fontes de informações contábeis e não contábeis de baixa incerteza. Nesse sentido, compreende-se que o montante de caixa livre é um elemento contábil mais previsível, quando associado a aspectos de monitoramento de governança, o que corrobora a Teoria da Agência, que prevê redução de assimetria informacional, quando dados contábeis conseguem transmitir elementos sobre o desempenho futuro de uma empresa ao mercado. Outro resultado é a confirmação da Teoria do Fluxo de Caixa Livre, devido à dívida de longo prazo mostrar-se como necessária para manter o fluxo de caixa livre sob controle, especialmente, quando a empresa é estatal e, com isso, alinhar os interesses dos gestores aos dos acionistas.

5. Considerações Finais

Este estudo analisa o impacto do fluxo de caixa livre e da propriedade estatal no *Earnings Response Coefficient* (ERC) no mercado de capital brasileiro. Argumenta-se que o montante de fluxo de caixa livre e a propriedade estatal melhoram o valor da empresa por meio da redução do problema de agência do fluxo de caixa livre. Para testar isso, foram consideradas as empresas não financeiras listadas na B3 S.A., utilizando dados do período de 2011 a 2019 obtidos no banco de dados da Economatica., operacionalizados por regressão em painel com o método *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS), mínimos quadrados ordinários empilhados, com erro padrão robustos e efeitos fixos de setor e ano.

Os achados da pesquisa demonstram que o fluxo de caixa livre está associado positivamente a uma percepção de oportunidade de lucros futuros, por parte dos investidores. Dessa forma, a medida de “informatividade” do preço das ações (quanta informação sobre os lucros futuros ou fluxos de caixa são capitalizados no preço) sinaliza que o montante do fluxo de caixa livre é correlacionado com as revisões de lucros esperados, e expressam os retornos atuais das ações em função dos lucros inesperados. Isso em mercados emergentes, como o brasileiro, implica o fluxo de caixa livre como um item contábil informativo ao preço das ações e, conseqüentemente, pode aperfeiçoar a análise financeira e o processo de avaliação das empresas por parte dos investidores, assim como contribui para os gestores atentarem-se aos efeitos na decisão de manter excedentes de caixa. Portanto, o montante do fluxo de caixa livre mostra-se como indicador de perspectiva de criação de valor para os acionistas.

Além disso, observou-se que a propriedade estatal também é um determinante das variações do ERC, assim como a interação conjunta entre o fluxo de caixa livre e o fato de a companhia ser monitorada por ente estatal. Isso denota que a resposta a lucros prospectivos está relacionada às práticas contábeis em si, e aos efeitos do ambiente de governança da empresa. Portanto, a atuação do governo nas empresas reflete positivamente na expectativa de lucros futuros, quando há fluxo de caixa livre. Com isso, os mecanismos de governança podem auxiliar no monitoramento dos gestores, quanto à aplicação do fluxo de caixa livre.

Adicionalmente, pode-se compreender que o fluxo de caixa livre que é “ganho” pela operação transmite informações sobre o desempenho futuro de uma empresa, especialmente nas estatais, que, segundo Xie *et al.* (2023), possuem maior controle de despesas, geram fluxos de caixa livre mais sustentáveis a longo prazo e necessitam criar e dar valor aos seus acionistas, em virtude de pressões sociais em controle de gastos e atingimento de objetivos. Nesse âmbito, a interação entre o fluxo de caixa livre, dado contábil que evidencia perspectiva de criação de valor ao acionista, e empresas estatais, organizações com características que possibilitem elevar ou manter seu fluxo de caixa livre sustentável, implica percepção de medidas que reduzem assimetria informação ao sinalizar lucros futuros inesperados (ERC).

Embora os resultados revelem efeitos importantes do fluxo de caixa livre e da propriedade estatal para explicar o coeficiente de resposta aos lucros, esta pesquisa apresenta algumas limitações que são singulares à amostra analisada, visto que abordou um cenário peculiar reservado às empresas brasileiras não financeiras pertencentes a B3 S.A., que continham todas as informações necessárias no período analisado.

Uma das limitações do estudo se refere à análise da propriedade estatal de efeito direto, representando 6% da amostra. Novos estudos podem investigar os efeitos indiretos, bem como analisar especificamente o período da pandemia de Covid-19, também ser investigado possível período de crise financeira, tendo em vista que antes e após uma crise os resultados podem ser diferentes do período de crise. Outra abordagem possível é a segregação da variação do fluxo de caixa livre, pois isso permitirá que, tanto os déficits como os superávits sejam medidos na associação com o ERC.

Ainda, o estudo corrobora a literatura dos determinantes do ERC, pois o tamanho da companhia, o risco beta, o *market to book*, a alavancagem geral e a de longo prazo e a persistência dos lucros também mostraram ser determinantes da relevância da informação para reação dos lucros inesperados do mercado. Nesse sentido, fatores que incluem características do processo de geração de lucros da empresa, risco sistemático de ações ordinárias, ambiente de informação como o tamanho da empresa, estrutura de capital, oportunidade de crescimento e a qualidade dos lucros (persistência), aspectos de governança (propriedade estatal) e ativo financeiro (fluxo de caixa livre) podem ser fatores explicativos do ERC.

Os resultados deste estudo agregam evidências à literatura sobre a informatividade do fluxo de caixa livre como medida de interesse dos acionistas. Dessa forma, em termos sociais esta pesquisa é útil a investidores, gerentes, analistas financeiros e financiadores de dívidas, pois aborda a informatividade de itens contábeis (fluxo de caixa livre, tamanho da companhia, risco beta, *market to book*, alavancagem de curto e de longo prazo e persistência dos resultados) e propriedades de governança (controle estatal) no coeficiente de resposta aos lucros. Isso leva os *stakeholders* entenderem que os recursos disponíveis (FCL) para reinvestir em um negócio podem levar a ganhos futuros. Aos gerentes, um fluxo de caixa livre pode ser visto como um indicador de confiança dos investidores nas perspectivas de lucratividade de uma empresa, devido ao fluxo de caixa livre implicar oportunidade de investimento. Assim, quando os investidores acreditam que uma empresa é capaz de gerar lucros consistentes e crescentes, por meio do fluxo de caixa livre e do monitoramento estatal, podem apoiar seu crescimento por meio da incorporação de informações (FCL) sobre lucros futuros. Isso, por sua vez, pode contribuir para o desenvolvimento econômico e a criação de empregos, estímulo ao fornecimento de crédito e avaliações positivas pelos analistas.

No âmbito teórico, complementa-se Cheung e Jiang (2016) e Kallapur (1994), que também analisaram itens de caixa no retorno das ações, mas não obtiveram consenso dos resultados nem avaliaram o fato de a empresa ter propriedade estatal. Adicionalmente, avança-se Loch *et al.* (2020) e (Yeo, 2018), que sugerem mais debates sobre o monitoramento estatal, tendo em vista que a estrutura de propriedade do governo pode vigiar o uso de ativos pelos gerentes e Xie *et al.* (2023), que apontam necessidade de mais pesquisas sobre o desempenho do fluxo de caixa livre em empresas estatais *versus* não estatais.

Assim, este estudo apresenta estrutura mais abrangente sobre a compreensão da incorporação de informações prospectivas e não necessariamente financeiras (propriedade estatal) pelo mercado aos preços das ações. Além do mais, corrobora-se a Teoria do Fluxo de Caixa Livre, tendo em vista que, em média, verificou fluxo de caixa livre como um indicador positivo aos acionistas na visão de probabilidade de lucros futuros inesperados, especialmente, em empresas que o governo detém propriedade institucional. Também se amplia a Teoria da Agência, pois os resultados denotam alívio dos conflitos de agência e dos problemas de assimetria de informação, quando há o Estado como acionista institucional, pois esse pode conduzir o negócio (gestores) visando buscar melhorar constantemente a produtividade do fluxo de caixa livre devido às pressões sociais.

Referências

- Brush, T. H., Bromiley, P., & Hendrickx, M. (2000). The free cash flow hypothesis for sales growth and firm performance. *Strategic Management Journal*, 21(4), 455-472. [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(200004\)21:4<455::AID-SMJ83>3.0.CO;2-P](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(200004)21:4<455::AID-SMJ83>3.0.CO;2-P)
- Chang, X., Dasgupta, S., Wong, G., & Yao, J. (2014). Cash flow sensitivity and the allocation of internal cash flow. *The Review of Financial Studies*, 27(12), 3628-3657. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhu066>
- Chen, X., Sun, Y., & Xu, X. (2016). Free cash flow, over-investment and corporate governance in China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, 81-103. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.003>
- Cheung, W. M., & Jiang, L. (2016). Does free cash flow problem contribute to excess stock return synchronicity? *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 46, 123-140. <https://doi.org/10.1007/s11156-014-0464-2>
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11(2-3), 143-181. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(89\)90004-9](https://doi.org/10.1016/0165-4101(89)90004-9)
- Collins, D. W., Kothari, S. P., Shanken, J., & Sloan, R. G. (1994). Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of Accounting and Economics*, 18(3), 289-324. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90024-8](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90024-8)

- 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>
- Deng, L., Li, S., Liao, M., & Wu, W. (2013). Dividends, investment and cash flow uncertainty: Evidence from China. *International Review of Economics and Finance*, 27, 112-124. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.005>
- Dhaliwal, D. S., Lee, K. J., & Fargher, N. L. (1991). The association between unexpected earnings and abnormal security returns in the presence of financial leverage. *Contemporary Accounting Research*, 8(1), 20-41. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1991.tb00832.x>
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, 72(1), 22-35. <https://doi.org/10.2469/faj.v72.n1.4>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate Financial Policy and the Value of Cash. *The Journal of Finance*, 61, 1957-1990. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00894.x>
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329. <https://www.jstor.org/stable/1818789>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jiang, F. X., Zhu, B., & Wang, Y. T. (2014). Guoyouqiye de jingli jiliqiyue geng bu kanzhong jixiaoma? [Do Managers' Incentive Contracts in State-owned Enterprises Place Less Emphasis on Performance?], Guanli Shijie [Management World], 30(9), 143-159.
- Kadioglu, E., & Yilmaz, E. A. (2017). Is the free cash flow hypothesis valid in Turkey?. *Borsa Istanbul Review*, 17(2), 111-116. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.12.001>
- Kallapur, S. (1994). Dividend payout ratios as determinants of earnings response coefficients: A test of the free cash flow theory. *Journal of Accounting and Economics*, 17(3), 359-375. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90033-7](https://doi.org/10.1016/0165-4101(94)90033-7)
- Karpavičius, S., & Yu, F. (2017). How institutional monitoring creates value: Evidence for the free cash flow hypothesis. *International Review of Economics & Finance*, 52, 127-146. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2017.10.016>
- Kothari, S. P., & Sloan, R. G. (1992). Information in prices about future earnings: implications for earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2-3), 143-171. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(92\)90016-U](https://doi.org/10.1016/0165-4101(92)90016-U)
- Lee, J. J. (2018). Economic determinants of price informativeness about future earnings. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 14(1), 83-102. <https://doi.org/10.1016/j.jcae.2018.02.004>
- Loch, M., Silva, J. C., Bueno, G., & Marcon, R. (2020). O Governo como Acionista e o Conflito Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro. *BBR - Brazilian Business Review*, 17(1), 24-45. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.1.2>
- Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 809-839. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.00072>
- McCabe, G. M., & Yook, K. C. (1997). Jensen, Myers-Majluf, free cash flow and the returns to bidders. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 37(3), 697-707. [https://doi.org/10.1016/S1062-9769\(97\)90018-1](https://doi.org/10.1016/S1062-9769(97)90018-1)
- Mikkelson, W., & Partch, M. (2003). Do Persistent Large Cash Reserves Hinder Performance? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2), 275-294. <https://doi.org/10.2307/4126751>

- Nicola, M., Alsafi, Z., Sohrabi, C., Kerwan, A., Al-Jabir, A., Iosifidis, C., Agha, M., & Agha, R. (2020). The socio-economic implications of the coronavirus pandemic (COVID-19): A review. *International Journal of Surgery*, Londres, 78, 185.
- Park, K., & Jang, SooCheong (Shawn). (2013). Capital structure, free cash flow, diversification and firm performance: a holistic analysis. *International Journal of Hospitality Management*, 33, 51-63. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2013.01.007>
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: Comparing approaches. *Review of Financial Studies*, 22(1), 435-480. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn053>
- Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 26(69), 290-303. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201501270>
- Poncet, S., Steingress, W., & Vandenbussche, H. (2010). Financial constraints in China: firm level evidence. *China Economic Review*, 21(3), 411-422. <https://doi.org/10.1016/j.chieco.2010.03.001>
- Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11, 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>
- Sun, Q., Tong, W. H., & Tong, J. (2002). How does government ownership affect firm performance? Evidence from China's privatization experience. *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(1-2), 1-27. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00422>
- Xie, D., Shi, X., Liu J., & Zhu, Z. (2023). Free cash flow productivity among Chinese listed companies: A comparative study of SOEs and non-SOEs. *China Journal of Accounting Research*, 16(3). <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2023.100315>
- Xu, X. N., & Wang, Y. (1999). Ownership structure and corporate governance in Chinese stock companies. *China Economic Review*, 10(1), 75-98. [https://doi.org/10.1016/S1043-951X\(99\)00006-1](https://doi.org/10.1016/S1043-951X(99)00006-1)
- Yaari, U., Nikiforov, A., Kahya, E., & Shachmurove, Y. (2016). Finance methodology of Free Cash Flow. *Global Finance Journal*, 29, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2015.05.003>
- Yeo, Hee-Jung. (2018). Role of free cash flows in making investment and dividend decisions: The case of the shipping industry. *The Asian Journal of Shipping and Logistics*, 34(2), 113-118. <https://doi.org/10.1016/j.ajsl.2018.06.007>
- Zhang, D., Cao, H., Dickinson, D. G., & Kutan, A. M. (2016). Free cash flows and overinvestment: Further evidence from Chinese energy firms. *Energy Economics*, 58, 116-124. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2016.06.018>

Engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável pelas companhias listadas no mercado acionário do Brasil

Sady Mazzioni

<https://orcid.org/0000-0002-8976-6699>

Lauriany Kisata

<https://orcid.org/0000-0003-1542-380X>

Cristian Baú Dal Magro

<https://orcid.org/0000-0002-7609-5806>

Resumo

Objetivo: Analisar a influência das características da estrutura de propriedade e do desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) no engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), em companhias abertas participantes do mercado acionário do Brasil.

Método: Pesquisa de caráter quantitativo, em uma amostra 1.123 observações de companhias listadas no Brasil, Bolsa, Balcão [B]3 e correspondente ao período de 2016 a 2021. Os dados foram coletados na Economatica®, [B]3, CSRHub®, Pacto Global e site das empresas, utilizando-se das estatísticas univariada, bivariada e multivariada e da regressão logística como técnica principal para validação dos resultados.

Resultados: Os achados mostram um impacto consistente dos aspectos ESG no engajamento com os ODS. Outros fatores como tamanho da empresa, verificação externa dos relatórios de sustentabilidade, presença no Índice de Sustentabilidade Empresarial e adesão ao Pacto Global são preponderantes para adesão aos ODS. Empresas com maior proporção de investidores institucionais se envolvem menos com os ODS, contudo, quando essas empresas possuem elevado desempenho em ESG intensificam o engajamento com os ODS.

Contribuições: O ESG intensifica o engajamento com o desenvolvimento sustentável, mesmo em empresas com estrutura de propriedade pouco envolvida com os interesses das demais partes interessadas. Sugere-se que as práticas ESG tornam as empresas privadas mais propensas a adotarem estratégias alinhadas ao desenvolvimento sustentável global.

Palavras-chave: Estrutura de propriedade; ESG; Adoção dos ODS.

1. Introdução

As organizações em todo o mundo podem desempenhar um papel significativo para o avanço da Agenda 2030, integrando os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) em suas estratégias e operações, além de fornecer novas soluções para os desafios globais de desenvolvimento sustentável (United Nations Global Compact, 2018a). Algumas iniciativas, como o Pacto Global da Organização das Nações Unidas (ONU) e as **Diretrizes para Implementação dos ODS na Estratégia dos Negócios** (SDG Compass), surgiram para ajudar as empresas na incorporação de práticas vinculadas aos ODS e no mapeamento de indicadores de divulgação dessas práticas (Phadke & Demates, 2017). Resultados empíricos sugerem dificuldades metodológicas para medir o nível de envolvimento corporativo com os ODS, incluindo a seleção de indicadores, disponibilidade de dados, interpretação e/ou vinculação dos resultados (Fleming *et al.*, 2017; Lior *et al.*, 2018).

A literatura sobre engajamento das empresas com os ODS, concentrou esforços nos efeitos das pressões regulatórias e institucionais (Annesi *et al.*, 2021; Hummel, 2019; Rosati & Faria, 2019a), nas empresas localizadas em países desenvolvidos (Hummel, 2019; Puertas & Marti, 2022; Van Zanten & Van Tulder, 2018), nos motivos para o engajamento (Heras-Saizarbitoria *et al.*, 2022) ou nas práticas em setor específico (Borges *et al.*, 2022). Contudo, os fatores endógenos que podem afetar o engajamento das empresas com os ODS foram pouco explorados nos estudos prévios. As empresas possuem interesses e características internas que, muitas vezes, se sobrepõe às pressões externas de ações de desenvolvimento sustentável.

Empiricamente, o desempenho em sustentabilidade das empresas demonstrou-se amplamente mensurado por meio do uso de pontuações das práticas ambientais, sociais e de governança (*Environmental, Social, and Governance - ESG*) (Chen & Xie, 2022; Cheng *et al.*, 2022; Tamimi & Sebastianelli, 2017). Estudos como o de Aydogmus *et al.* (2022) e Nguyen *et al.* (2022) observaram que práticas efetivas de ESG resultam em melhor desempenho operacional das empresas. Esses resultados são coerentes com os estudos anteriores de Bonini *et al.* (2009) e Clark *et al.* (2015), que encontraram relação positiva entre os fatores ESG e o desempenho financeiro corporativo. Adicionalmente, os programas ESG, que atendem às necessidades da comunidade e que vão além dos requisitos regulamentares e das normas de um determinado setor, aprimoraram a reputação da empresa (Horrigan, 2010).

Os ODS formam uma base para as companhias criarem, aprimorarem, informarem e relatarem suas estratégias, objetivos e atividades, permitindo melhorar a comunicação com as principais partes interessadas, aumentar a transparência e a reputação (ONU, 2015). Além disso, os investidores institucionais manifestaram interesse crescente sobre a maneira como as empresas estruturam suas estratégias de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) aos ODS propostos pela ONU (García-Sánchez *et al.*, 2020).

Nas empresas com propriedade dispersa, a expectativa é de que os investimentos em RSC sejam realizados em maior extensão (Shleifer & Vishny, 1986). Por sua vez, nas empresas com maior concentração de propriedade, os grandes acionistas funcionam como um mecanismo de supervisão da gestão (Jo & Harjoto, 2011), o que diminui a necessidade de divulgação de RSC (Fama & Jensen, 1983). Nesse sentido, a concentração de propriedade pode estar negativamente relacionada com RSC, sugerindo que empresas com essa característica busquem outros interesses, em detrimento aos valores sociais (Crifo *et al.*, 2016).

A partir do contexto relatado, o estudo aborda o seguinte problema de pesquisa: Qual a influência das características da estrutura de propriedade e do desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) no engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), em companhias abertas participantes do mercado acionário do Brasil? O objetivo do estudo é analisar a influência das características da estrutura de propriedade e do desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) no engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), em companhias abertas participantes do mercado acionário do Brasil.

Dentre as motivações do estudo, destaca-se que a sociedade global tem grande expectativa de como o setor privado pode apoiar os 17 ODS e acredita que as metas não podem ser alcançadas sem o apoio do setor privado (Betti *et al.*, 2018; Khaled *et al.*, 2021). Adicionalmente, a relação entre fatores específicos da empresa e o desempenho da sustentabilidade corporativa vem sendo estudada no contexto de mercados desenvolvidos (Braam *et al.*, 2016; Puertas & Marti, 2022; Rosati & Faria, 2019b). Contudo, o exame dessa relação nos mercados emergentes, como no caso do Brasil, tem sido menos explorada (Kazemikhasragh *et al.*, 2021; Khaled *et al.*, 2021).

O estudo de Garcia *et al.* (2021) ficou concentrado no ODS 5, enquanto Soares *et al.* (2022) investigaram o setor de turismo. Por sua vez, Veroneze *et al.* (2021) verificaram os fatores que influenciam a adoção dos ODS, analisando uma amostra internacional de empresas. A presente pesquisa contribui com a literatura, ao examinar empresas de um mercado emergente e sinalizar claramente que o desempenho ESG é um fator preponderante para influenciar o engajamento com os ODS. Essa conduta do setor privado brasileiro concede visibilidade de forte aliado global do desenvolvimento sustentável.

Os resultados indicam que as características de estrutura de propriedade não constituem fator preponderante na disposição de uma empresa que atua no mercado acionário brasileiro em se engajar com os ODS e reportar em seu relatório de sustentabilidade. Ao verificar a existência de possível efeito moderador, a pesquisa constatou que o desempenho ESG demonstra capacidade de moderar positivamente a relação da propriedade institucional com a adoção dos ODS.

Investigar esses fatores pode ter implicações importantes para gestores, investidores e tomadores de decisão (Halkos & Skouloudis, 2018; Jensen & Berg, 2012), responsáveis por definir estratégias, investimentos e políticas específicas para apoiar as organizações na publicação de relatórios de sustentabilidade e na implementação dos ODS (Global Reporting Initiative, 2016; United Nations Global Compact, 2018a, 2018b).

O estudo analisou o período de 2016 a 2021, correspondente a 40% do período coberto pela Agenda 2030, permitindo gerar *insights* sobre o panorama de atendimento das empresas às expectativas criadas pelos ODS. Além disso, contribui ao indicar que o ESG pode melhorar o engajamento das empresas com os ODS, mesmo em empresas com estrutura de propriedade pouco interessada em atender aos anseios das demais partes interessadas.

2. Revisão da Literatura e Hipóteses de Pesquisa

A partir da histórica Assembleia Geral realizada em 2015, os 193 países membros da Organização das Nações Unidas (ONU) comprometeram-se unanimemente em desenvolver esforços para alcançar os ODS até 2030 (United Nations, 2015). A ONU adotou um plano de ação global para o desenvolvimento sustentável denominado “Transformando Nosso Mundo: a Agenda 2030 para o Desenvolvimento Sustentável”, com um amplo escopo que incorpora o planeta, as pessoas, a prosperidade, a paz e as parcerias. Configura-se como um projeto global que abrangem os 17 ODS e 169 metas correspondentes, que se referem aos desafios globais de mudança climática, desigualdade social e degradação ambiental, estabelecidos depois da ampla consulta às partes interessadas (Kharas & Zhang, 2014).

Alcançar os ODS pode gerar 12 trilhões de dólares em oportunidades de mercado nos sistemas econômicos voltados à alimentação e agricultura, cidades, energia e materiais, saúde e bem-estar, os quais representam cerca de 60% da economia real e são sistemas críticos para o alcance dos objetivos globais. Além disso, permite gerar até 380 milhões de empregos até 2030 (Business & Sustainable Development Commission, 2017). Contudo, as oportunidades geradas pelos ODS não irão se materializar para as empresas a partir de estratégias de RSC desconectadas do núcleo dos negócios.

Buscar os negócios possibilitados pelos ODS exigirá que o líder empresarial integre os ODS em suas estratégias de negócios de longo prazo, renove seu pensamento sobre o engajamento dos *stakeholders* e de como o negócio é gerado (Pedersen, 2018). Schönherr *et al.* (2017) postulam que os ODS podem fornecer uma estrutura integrada para o engajamento empresarial com a RSC orientada para o futuro.

Embora os ODS ofereçam uma abordagem integrada para a sustentabilidade (Fleming *et al.*, 2017), o setor corporativo ainda exibe um progresso relativamente lento no que diz respeito ao trabalho para um mundo sustentável (Van Der Waal & Thijssens, 2020). O engajamento com os ODS é benéfico às atividades de RSC (Schönherr *et al.*, 2017), pelas seguintes razões: (i) os ODS envolvem um conjunto de questões de desenvolvimento sustentável acordadas universalmente e muitas delas são alvos relevantes para a responsabilidade social nos negócios; (ii) os ODS fornecem um conjunto de objetivos comuns que permitem a criação de parcerias entre as várias partes interessadas para abordar o desenvolvimento sustentável; e (iii) os ODS fornecem uma estrutura que permite aos gestores mapear e avaliar o desempenho em RSC (Xia *et al.*, 2018).

O estudo da Price Water House Coopers (PwC, 2019) indicou que 72% das empresas mencionam os ODS em suas publicações de relatórios, mas apenas 20% definem metas quantitativas vinculadas ao cumprimento dos ODS, e apenas 8% (apenas 1% da amostra geral), relatam medidas quantitativas para mostrar seu progresso em direção às metas. Esses resultados apontam para os importantes desafios que o setor corporativo enfrenta nesse aspecto, sendo crucial identificar potenciais estruturas para as empresas alinhar suas estratégias, medir e comunicar suas contribuições para os ODS (Khaled *et al.*, 2021).

A sustentabilidade é uma das tendências mais significativas nos mercados financeiros em décadas (Clark *et al.*, 2015). Além disso, as preocupações ESG trazem benefícios em diversas áreas, a exemplo do aumento da reputação favorável da empresa (Malik, 2015). Atualmente, a sustentabilidade está sendo vista sob uma ótica fundamental em meio às decisões nas organizações globalizadas e aderir ao ESG em suas estratégias de comunicação organizacional como um direcionador, poderá resultar em outro nível de visibilidade e vantagem perante as demais organizações (Costa & Ferezin, 2021).

As práticas e divulgações ESG formam novas medidas de responsabilidade que refletem o compromisso voluntário com metas não financeiras de desenvolvimento sustentável, criando valor para os investidores, a sociedade e outras partes interessadas (Arayssi *et al.*, 2019). O envolvimento das empresas com os ODS ajuda a esclarecer certos elementos que estavam ausentes ou implícitos em muitos padrões e métricas ESG, com foco nas externalidades ambientais e sociais criadas pelas empresas. Mais especificamente, os ODS lançam luz sobre os impactos sociais positivos e negativos criados pelo comportamento corporativo, ao mesmo tempo que esclarecem áreas que permanecem sem solução (Consolandi *et al.*, 2020).

As metas dos ODS se tornaram relevantes para os investidores, que passaram a considerá-los nas suas decisões de investimento, tornando-os financeiramente relevantes para a empresa. Os esforços das empresas em torno dos fatores ESG beneficiam as partes interessadas das empresas, incluindo funcionários, consumidores, comunidades e investidores, e promovem os ODS (Delgado-Ceballos *et al.*, 2022).

O alcance dos ODS pelos países depende da efetiva participação das diferentes instituições e empresas. Os mecanismos de monitoramento ESG das empresas ajudam a mitigar o seu impacto negativo na qualidade ambiental; a regular e avaliar as práticas para o bem-estar social; e a atingir as suas metas econômicas e melhorar suas finanças, o que acelera a participação das empresas na conquista dos ODS (Hieu, 2022).

A partir desse contexto, apresenta-se a hipótese H_1 : Empresas com melhor desempenho em ESG são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.

Por um longo período, estudos sobre a estrutura de propriedade tiveram o propósito de examinar sua relação de impacto no desenvolvimento das organizações (Sant'Ana *et al.*, 2016), inclusive sua influência no envolvimento das empresas com as atividades de RSC (Dam & Scholtens, 2012). Nas empresas com propriedade dispersa, a questão da RSC pode se tornar mais importante. Um nível mais elevado de responsabilidade pública pode exigir envolvimento adicional em atividades sociais ou ambientalmente responsáveis (Ghazali, 2007).

A gestão de uma empresa é mais sensível aos problemas sociais quando a propriedade da empresa é mais dispersa, tendo em vista que investidores ou fundos éticos têm maior probabilidade de intervir em seus processos de tomada de decisão (Sánchez *et al.*, 2011). Por sua vez, a estrutura de propriedade concentrada pode dificultar a divulgação dos relatórios de RSC, em razão da existência de poucos acionistas pressionando a administração para divulgar informações de RSC (Darus *et al.*, 2014).

A partir dessas evidências, apresenta-se a **hipótese H₂: Empresas com menor concentração de propriedade são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.**

Al Amosh e Khatib (2021) analisaram o impacto da estrutura de propriedade nas práticas de divulgação ESG a partir de uma análise de 51 empresas industriais da Jordânia. Os resultados da pesquisa evidenciaram que a propriedade estrangeira e estatal exerce papel importante na divulgação do desempenho ESG, enquanto a presença de acionista influente afeta negativamente a divulgação e retém informações das partes interessadas. Por outro lado, a propriedade gerencial e familiar não mostrou impacto na divulgação de ESG.

O estudo de Jha e Rangarajan (2020) analisou os relatórios das 100 maiores empresas indianas e constatou que não houve evidências de divulgação dos ODS pelas empresas estatais. Elalfy *et al.* (2021) analisaram 14.308 relatórios e os resultados demonstraram que empresas de capital aberto são mais propensas a abordar os ODS em comparação com as empresas estatais.

García-Sánchez . (2020) ao investigarem 989 empresas internacionais que desenvolveram seus relatórios de sustentabilidade de acordo com as diretrizes da GRI, demonstraram que a presença do governo não apresentou impacto sobre os sistemas de informação de sustentabilidade. De modo geral, estudos sugerem que as empresas estatais tendem a praticar menos divulgação de informações de sustentabilidade (Gallo & Christensen, 2011; Nguyen & Nguyen, 2020).

A partir do exposto, tem-se a **hipótese H₃: Empresas com participação governamental na estrutura de propriedade são menos propensas a se engajarem com os ODS.**

Aust . (2020) sustentam que os investidores institucionais exercem papel essencial no alcance dos ODS. O estudo de Dyck *et al.* (2019) também havia confirmado uma relação positiva entre a propriedade institucional e o desempenho ambiental e social. O estudo de García-Sánchez *et al.* (2020) investigou 989 empresas internacionais que desenvolveram seus relatórios de sustentabilidade de acordo com as diretrizes da GRI. Ao final, demonstraram que os fundos de pensão fazem aumentar o nível de divulgação de informações da Agenda 2030.

Diante de tal perspectiva, tem-se a hipótese H₄: Empresas com participação institucional na estrutura de propriedade são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.

Investidores e outras partes interessadas podem utilizar os indicadores ESG disponíveis para avaliar o impacto de suas empresas na contribuição para o ODS (Khaled *et al.*, 2021). Adicionalmente, as companhias estão cada vez mais sofrendo pressões para atuar de forma responsável com seus *stakeholders*, ocasionando a integração de práticas ESG para a tomada de decisão de investimento (Yesuf & Aassouli, 2020).

No contexto de maior demanda por transparência corporativa, há uma pressão crescente sobre a governança corporativa para produzir e comunicar informações a seus investidores e *stakeholders*. A literatura atual sobre relato integrado mostra que o fornecimento de informações ESG é um fator crucial que melhora a governança corporativa, reduzindo os problemas de agência. Empresas com alta concentração de propriedade estão sendo associadas à baixa divulgação sobre ESG, especialmente em mercados financeiros menos desenvolvidos (Lavin & Montecinos-Pearce, 2021).

A estrutura de propriedade e as características dos acionistas são elementos que afetam a divulgação voluntária. Isso é especialmente relevante em contextos de assimetrias de informação, uma vez que alguns acionistas podem ter habilidades, motivações e conhecimentos para evitar a ocultação de informações e aumentar a qualidade e extensão da divulgação. Igualmente, algumas estruturas de propriedade podem afetar o nível de assimetria de informação presente em diferentes contextos da empresa (Donnelly & Mulcahy, 2008).

Ao analisarem o papel da estrutura de propriedade característica nas políticas de relato integrado entre empresas internacionais listadas, Raimo *et al.* (2020) encontraram um efeito positivo da propriedade institucional na qualidade dos relatórios integrados, juntamente com um efeito negativo da concentração de propriedade, propriedade gerencial e propriedade estatal. Os resultados mostram os efeitos das diferentes estruturas de propriedade nas políticas de divulgação que afetam a comunicação corporativa entre as empresas e seus *stakeholders*.

As características de estrutura de propriedade e dos investidores exigem das empresas uma triagem dos fatores de risco ESG (Lavin & Montecinos-Pearce, 2021). Observa-se que as práticas de ESG estão totalmente interligadas com as diferentes estruturas de propriedade das organizações. Com isso, se espera que determinadas estruturas de propriedade atreladas as práticas de ESG tenham efeitos distintos sobre o engajamento das empresas aos ODS.

A partir desses argumentos e das conexões com a estrutura de propriedade já discutidas, propõem-se mais três hipóteses com efeito moderador:

H₅: A concentração de propriedade modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS.

H₆: A propriedade governamental modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS.

H₇: A propriedade institucional modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS.

3. Procedimentos Metodológicos

O universo de pesquisa investigado foi composto por companhias de capital aberto listadas na [B]³ - Brasil, Bolsa, Balcão e a amostra investigada classifica-se como não probabilística (Sampieri *et al.*, 2013). Como critério de composição da amostra, foram excluídas as empresas do setor financeiro e de seguros, pelo fato de apresentarem características específicas, diferentes das demais organizações. Também foram excluídas as empresas com o patrimônio líquido negativo (por não apresentarem perspectiva de continuidade) e aquelas sem informações disponíveis para o cálculo das variáveis selecionadas.

Os dados se referem ao período de 2016 a 2021 e a coleta ocorreu entre os meses de fevereiro e julho de 2022. O recorte inicial em 2016 decorre do fato de ser o primeiro ano após a implantação dos 17 ODS (Agenda 2030) pela cúpula da ONU. O período analisado corresponde a 40% do tempo de cobertura previsto para o alcance das metas da Agenda 2030. Para identificar as empresas que adotaram os ODS na elaboração do Relatório de Sustentabilidade, foi consultado o formulário “relate ou explique” da B3 e o site das empresas.

Após os procedimentos mencionados, a amostra ficou constituída pelas empresas que disponibilizaram os dados necessários para operacionalizar as variáveis do estudo, sendo 181 no ano de 2016, 189 em 2017, 191 em 2018, 190 em 2019 e 2020 e 186 em 2021, totalizando 1.123 observações.

A Tabela 1 apresenta as variáveis utilizadas no estudo, as respectivas métricas, os autores que já utilizaram as variáveis em estudos similares e as fontes para coleta dos dados.

Tabela 1

Constructo de pesquisa, com as variáveis de estudo

Variável dependente	Métrica	Autores	Fonte
Adoção dos ODS (ODS)	Variável dicotômica, sendo 1 para empresa que abordaram os ODS no relatório de sustentabilidade/relato integrado e 0 para as demais.	Rosati e Faria (2019a)	B3 e site das empresas
Variáveis independentes	Métrica	Autores	Fonte
ESG Ratings (ESG)	Índice de 0 a 100, composto pelo desempenho da empresa nos aspectos relacionados com a comunidade, empregados, meio ambiente e governança.	Conway (2019), Prudêncio <i>et al.</i> (2021)	CSRHub
Concentração acionária (CONC)	% de ações ordinárias em posse do controlador.	Chang e Zhang (2015); Moura <i>et al.</i> (2019)	Economática
Propriedade governamental (GOVERNO)	% de ações ordinárias em posse do governo.	Chang e Zhang (2015); Moura <i>et al.</i> (2019)	Formulário de referência [B] ³
Propriedade institucional (PROPINST)	% de ações ordinárias em posse de investidores institucionais.	Chang e Zhang (2015); Moura <i>et al.</i> (2019)	
Variáveis de controle	Métrica	Autores	Fonte
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do valor contábil do ativo total no final de cada período.	Kouloukoui <i>et al.</i> (2018). Rizzi <i>et al.</i> (2019),	Economática
Crescimento de Vendas (CV)	$\frac{\text{Vendas ano } t - \text{vendas ano } t-1}{\text{Vendas ano } t-1}$	Rizzi <i>et al.</i> (2019)	
Auditoria	Variável dicotômica, sendo 1 para empresa com relatório de sustentabilidade auditado e 0 para as demais.	Luna (2019)	Brasil, Bolsa, Balcão - [B] ³
Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE)	Variável dicotômica, sendo 1 para empresa participante do ISE da B3 e 0 para as demais.	Rizzi <i>et al.</i> (2019)	
Pacto global (PG)	Variável dicotômica, sendo 1 para empresa signatária do pacto global e 0 para as demais.	Costa <i>et al.</i> (2013)	Pacto Global Rede Brasil

A partir dos procedimentos utilizados, a pesquisa pode ser caracterizada como descritiva, *archival* e quantitativa. Na análise quantitativa, foram aplicadas técnicas de estatística univariada (média e desvio-padrão), bivariada (correlação) e multivariada (regressão logística), conforme sugerem Fávero *et al.* (2009). Em decorrência da limitação de espaço, os testes da estatística univariada e bivariada são apenas comentados (Seção 4), sem demonstração.

Nos testes das hipóteses da pesquisa, para verificar a influência na adoção dos ODS, utilizou-se da regressão logística, considerada uma técnica estatística que examina a relação entre uma variável dependente categórica binária e variáveis explicativas, métricas e não métricas, sendo que o modelo não pressupõe a existência de homogeneidade de variância e normalidade dos resíduos (Fávero *et al.*, 2009).

Contudo, Figueiredo Filho *et al.* (2015) observam que a regressão logística é sensível aos problemas de multicolinearidade, caracterizados por altos níveis de correlação entre as variáveis independentes (superior a 0,9). Utilizou-se da correlação de Pearson para verificar se havia a existência de alta correlação entre as variáveis independentes da pesquisa. Nesse sentido, a correlação de Pearson (não evidenciada) não demonstrou quaisquer relações entre variáveis independentes com coeficiente superior ao limite recomendado de 0,9. A partir do resultado da correlação, todas as variáveis selecionadas e descritas na Tabela 1 foram utilizadas no modelo logístico.

Além do efeito direto das *proxies* de estrutura de propriedade e do desempenho ESG, testou-se o efeito moderador das respectivas variáveis sobre a variável dependente. Uma variável moderadora é aquela que modifica a natureza da relação entre uma variável independente e uma dependente, afetando a direção ou a força do relacionamento (Baron & Kenny, 1986).

Os modelos econométricos utilizados no estudo, são representados pela equação básica (1):

$$ODS = \beta_0 + \beta_1 ESG + \beta_2 \Sigma Propriedade + \beta_3 ESG * \Sigma Propriedade + \beta_4 \Sigma Controle + \varepsilon \quad (1)$$

4. Análise e Interpretação dos Resultados

A variável ESG indica o desempenho das empresas em relação aos aspectos ambientais, sociais e de governança, apresentando média de 19,654 em uma escala de 0 a 100 e uma dispersão de dados em 26,331. Empresas que publicaram o relatório de sustentabilidade, mas não constavam no *ranking* CSRHub, por não terem sido avaliadas ou avaliadas parcialmente, receberam valor zero como desempenho.

Em relação às variáveis de estrutura societária, a participação média do governo no capital é de 6,2% (GOVERNO) e a participação média dos investidores institucionais (PROPINST) é de 13%. Quanto à variável concentração acionária (CONC), em média, o maior acionista possui 46,5% das ações com direito a voto.

Os valores dos ativos que correspondem à variável tamanho da empresa (TAM), apresentaram média de R\$20.661.331, enquanto a variável crescimento de vendas indicou média positiva de 14,1%. Das empresas investigadas, 35,3% abordaram os ODS no relatório de sustentabilidade; 24,7% desses relatórios foram submetidos a verificação externa (auditoria); 26,7% das organizações eram signatárias do Pacto Global; e, 11,7% eram participantes do ISE.

Na Tabela 2, são apresentados os modelos elaborados para avaliar a influência do ESG e da estrutura de propriedade na adesão dos ODS. No modelo 1, foram utilizadas as variáveis ESG, CONC, GOVERNO e PROPINST de forma individual, para se observar o efeito direto sobre a variável dependente. Em seguida, foram adicionados modelos com o efeito moderador entre as variáveis ESG e de propriedade. Em todos os modelos foram inseridas as variáveis de controle e realizado o controle por ano e setor.

Tabela 2

Influência do ESG e da estrutura de propriedade na adoção dos ODS

Variáveis	ADOÇÃO DOS ODS			
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
ESG	3,55*** (0,0162068)	3,12*** (0,0241569)	3,36*** (0,0159317)	1,71* (0,0092048)
CONCPROP	-1,48 (-0,6717676)	-0,44 (-0,2484578)	-1,45 (-0,6629687)	-1,84* (-0,8496736)
ESG*CONC	-- --	-1,27 (-0,0180467)	-- --	-- --
PROPGOV	1,15 (0,6857261)	1,11 (0,6494153)	0,89 (0,6148028)	1,30 (0,7709512)
ESG*GOVERNO	-- --	-- --	0,21 (0,0047999)	-- --
PROPINST	-1,18 (-0,6409393)	-0,98 (-0,5367667)	-1,17 (-0,6342606)	-2,46** (-2,12703)
ESG*PROPINST	-- --	-- --	-- --	2,39** (0,0499388)
AUDIT	12,52*** (3,758642)	12,52*** (3,743655)	12,52*** (3,759297)	12,49*** (3,778278)
PACTO	2,13** (0,521361)	2,11** (0,5179946)	2,13** (0,5244295)	2,44** (0,6084611)
ISE	2,82*** (1,167747)	2,78*** (1,153528)	2,81*** (1,162635)	2,62*** (1,092514)
TAM	4,40*** (0,3884172)	4,45*** (0,394991)	4,40*** (0,3891827)	4,51*** (0,4031044)
CV	0,28 (0,040062)	0,33 (0,0479945)	0,28 (0,0405075)	0,41 (0,0632653)
Constante	-6,33*** (-8,586248)	-6,41*** (-8,898061)	-6,33*** (-8,599925)	-6,28*** (-8,575369)
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
R ² ajustado	0,5119	0,5131	0,5120	0,5161
LR χ^2	736,81***	738,44***	736,86***	742,86***
N	1.123	1.123	1.123	1.123

Legenda: Níveis de significância: * p<0,100; ** p<0,050; *** p<0,010.

Notas: ESG: *Ranking* ESG na base CSRHub; CONCPROP: concentração acionária; PROPGOV: propriedade governamental; PROPINST: propriedade institucional; TAM: tamanho da empresa pelo ativo total; AUDIT: tipo de auditoria contratada; PACTO: adesão ao Pacto Global da ONU; ISE: participação na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial; CV: crescimento de vendas; Valor do teste t entre parênteses. N: número de observações.

Os resultados apresentados na Tabela 2 demonstram que, nos quatro modelos analisados, o conjunto das variáveis explicativas e de controle apresentam relação significativa para explicar a variável dependente ao nível de 1% (χ^2). O poder explicativo dos modelos (R^2 ajustado) é superior a 51% em todos eles.

Em relação à variável ESG, apresentou influência positiva e significativa em todos os modelos (nível de 1% e 10%), demonstrando que as práticas ESG constituem fator relevante para a adesão aos ODS na elaboração dos relatórios de sustentabilidade. A partir dos resultados, pode-se aceitar a hipótese H_1 : empresas com maior desempenho em ESG são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.

Schönherr *et al.* (2017) já haviam documentado a interface entre as práticas de RSC e o engajamento com os ODS, demandando das empresas atuar em conformidade e realizar diligências prévias (otimizar as operações e evitar impactos negativos), otimização e controle (aplicação de sistemas de gestão de qualidade e sustentabilidade) e integração de questões ambientais e sociais no modelo de negócios e criação de valor.

O resultado é consistente com os argumentos de Consolandi *et al.* (2020), de que a utilização dos ODS ajuda a esclarecer certos elementos que estavam predominantemente ausentes ou implícitos em padrões e métricas ESG, priorizando as externalidades ambientais e sociais criadas pelas empresas. De modo mais específico, os ODS destacam os impactos sociais positivos e negativos gerados pelo comportamento corporativo, contribuindo em temas que permanecem sem solução.

Em relação às variáveis de estrutura de propriedade, seja de forma individual ou de forma moderada, não houve demonstração de influência sobre a variável dependente nos modelos 1, 2 e 3. No modelo 4, ficou constatada uma relação negativa e significativa ao nível de 10% da concentração de propriedade com a variável dependente. Aqui, foi possível aceitar a hipótese H_2 : empresas com menor concentração de propriedade são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.

Os achados apoiam a consideração de Ghazali (2007), de que quando a propriedade das ações é mais dispersa, a questão da responsabilidade pública se torna mais relevante, devido a maior exigência de envolvimento em atividades sociais ou ambientais. Nesse sentido, os achados também apoiam as evidências de Darus *et al.* (2014) ao demonstrar que a concentração de propriedade pode dificultar os relatórios de RSC, dado que a administração passará a divulgar volume menor de informações a respeito da RSC.

Em relação à hipótese H_3 : empresas com participação governamental na estrutura de propriedade são menos propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS, não foram identificadas evidências para suportá-la em nenhum dos modelos testados.

O resultado difere dos achados de Al Amosh e Khatib (2021), que observaram a influência da propriedade estatal nas práticas ESG nas empresas industriais da Jordânia. Mas são consistentes com Jha e Rangarajan (2020), que, ao examinarem os relatórios dos ODS na Índia, não encontraram evidências quanto à influência da presença estatal na divulgação. O achado corrobora o estudo de Elalfy *et al.* (2021), que, ao analisarem uma amostra multisetorial mundial, destacaram que empresas estatais são menos propensas a relatarem os ODS.

Os resultados mistos das investigações empíricas sobre a influência estatal são condizentes com distintos argumentos. Por um lado, se argumenta que a propriedade estatal gera pressão para divulgar mais informações de sustentabilidade para satisfazer a expectativa do público (Gallo & Christensen, 2011), por outro lado, ocorre a defesa de que as empresas estatais enfrentam menor pressão por divulgações voluntárias devido ao menor escrutínio público (Nguyen & Nguyen, 2020).

No modelo 4, ficou constatada uma relação negativa e significativa ao nível de 5% da propriedade institucional com a variável dependente. Aqui, rejeita-se a hipótese H_4 : empresas com participação institucional na estrutura de propriedade são mais propensas a se engajarem com os compromissos dos ODS.

O achado do estudo contraria os resultados de Dyck *et al.* (2019) e Aust *et al.* (2020), os quais indicaram que existe influência positiva de investidores institucionais no engajamento dos negócios com os ODS. Do mesmo modo, García-Sánchez *et al.* (2020) encontraram influência significativa da presença de investidores institucionais na adesão aos ODS, ao investigar uma amostra de empresas internacionais.

Quanto ao efeito moderador das características da estrutura de propriedade na relação entre as práticas ESG e adoção dos ODS, constatou-se significância (ao nível de 5%) apenas no modelo 4, contendo empresas com maior propriedade institucional e maior adoção de práticas ambientais, sociais e de governança (ESG).

Desse modo, rejeita-se a hipótese H_5 : a concentração de propriedade modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS. O resultado apoia as observações de Xu *et al.* (2015) e de Jha e Rangarajan (2020), os quais demonstraram que a concentração de propriedade não exerceu efeito significativo sobre o desempenho de sustentabilidade corporativa.

Rejeita-se, também, a hipótese H_6 : a propriedade governamental modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS. O resultado contraria os achados de Alshbili *et al.* (2021) e García-Sánchez *et al.* (2022), os quais indicaram que empresas estatais apresentam níveis mais elevados de divulgação sobre sustentabilidade, beneficiando então os compromissos com os ODS.

Contudo, é possível aceitar a hipótese H_7 : a propriedade institucional modera a relação entre o desempenho em ESG e o engajamento com os ODS. A partir do resultado, pode-se considerar que níveis elevados de ESG na presença da propriedade institucional modera a relação entre as práticas ESG e adoção dos ODS, afetando a força e a direção do relacionamento (Baron & Kenny, 1986).

Esse resultado corrobora Haladu e Salim (2016) e Yesuf e Aassouli (2020), ao mencionar que a propriedade institucional desempenha influência na divulgação voluntária, uma vez que para atuar de forma responsável as companhias estão incorporando práticas ESG nas decisões de investimentos. O resultado é consistente com a pesquisa de Khaled *et al.* (2021), de que é possível os investidores e as partes interessadas utilizarem os indicadores ESG disponíveis para avaliarem o efeito de suas organizações na contribuição para os ODS.

Em relação às variáveis de controle, observou-se que as empresas maiores, com auditoria nos relatórios de sustentabilidade, pertencentes à carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial e que possuem adesão ao Pacto Global, são mais propensas a adotarem os ODS em seus relatórios de sustentabilidade.

Os resultados ratificam a concepção de que empresas pertencentes ao ISE assumem maior compromisso com a sustentabilidade empresarial (Brasil, Bolsa, Balcão, 2022). O resultado é coerente com o estudo de Schio *et al.* (2019), ao evidenciar que empresas pertencentes à carteira ISE são mais propensas a evidenciar informações em relação aos ODS. Além disso, os achados de Rizzi *et al.* (2019) indicaram que a variável nível de sustentabilidade apresentou relação positiva entre uma companhia pertencente ao ISE e sua maior possibilidade na divulgação de relatório de sustentabilidade ou integrado.

Os resultados da variável Pacto Global são consistentes com Van Der Waal e Thijssens (2020), que concluíram que a adesão ao Pacto Global foi o único fator com elevada significância em relação ao envolvimento com os ODS. Sendo consistentes com o estudo de Curtó-Pagès *et al.* (2021), de que empresas signatárias do Pacto Global são mais propensas a relatar os ODS. Infere-se que as corporações com práticas de ESG consolidadas podem exibir um progresso mais ágil ao trabalho para um mundo sustentável (Van Der Waal & Thijssens, 2020).

Os resultados em relação à auditoria dos relatórios são coerentes com o estudo de Rosati e Faria (2019b), que, ao investigarem uma amostra internacional também observaram que empresas com verificação externa são mais propensas à adesão aos ODS. O resultado é relevante, à medida que a validação externa é um indicador de legitimidade e compromisso com o relato de sustentabilidade (Schaltegger & Wagner, 2011).

Os resultados em relação ao tamanho, validam a ideia de que empresas com maior tamanho são mais propensas ao engajamento aos ODS na divulgação do relatório de sustentabilidade. Os achados são consistentes com os estudos de Rosati e Faria (2018) e de Veroneze *et al.* (2021), que, ao investigarem amostras internacionais de empresas identificaram esse como sendo um fator preponderante para a adesão aos ODS. Os achados reforçam o argumento de que empresas maiores dispõem de melhores condições para dar publicidade as suas ações sustentáveis (Ricardo *et al.*, 2017).

5. Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a influência das características da estrutura de propriedade e do desempenho em práticas ambientais, sociais e de governança corporativa no engajamento com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável, em companhias abertas participantes do mercado acionário do Brasil.

Os resultados da pesquisa indicam que empresas com níveis mais elevados de práticas ESG, com maior tamanho, que adotam auditoria nos relatórios de sustentabilidade, pertencentes à carteira ISE e com adesão ao Pacto Global da ONU, mostraram-se mais propensas a considerarem os ODS na elaboração dos relatórios de sustentabilidade.

O estudo identifica fatores determinantes para a utilização da estrutura dos ODS na preparação dos relatórios de sustentabilidade. Em especial, o estudo mostra uma relação consistente entre os aspectos ESG e o engajamento com os ODS, sinalizando que a plataforma dos ODS contribui para soluções de aspectos ESG.

Em relação à estrutura de propriedade, os resultados mostram-se menos consistentes. Ainda assim, foi possível encontrar evidências de que empresas com menor concentração de propriedade apresentam maior probabilidade de adesão aos compromissos dos ODS. Além disso, observou-se que a presença de investidores institucionais torna as empresas menos dispostas a aderirem aos ODS. Contudo, o estudo revelou que a presença concomitante de investidores institucionais e desempenho mais elevado em ESG tornam as empresas mais propensas a aderirem aos ODS.

Infer-se que o ESG materializa os ODS nas estruturas de propriedade pouco interessadas com as demais partes interessadas e nas estratégias de Responsabilidade Social Corporativa. Sendo assim, as instituições que viabilizaram e buscaram até 2030 atender aos ODS precisam ficar atentas e buscar impulsionar as práticas de ESG nas corporações, criando um forte aliado para a agenda do Pacto Global.

Como contribuição, as evidências podem ajudar as empresas preocupadas em fortalecer as características de seus conselhos, os investidores que exigem a triagem dos fatores de risco ESG das empresas investidas e apoiam as decisões dos reguladores na definição de normas sobre a extensão da divulgação de informações ESG pelas empresas e, consequentemente, auxiliar em um mundo mais sustentável pelo alcance dos ODS.

Ademais, sugere-se que a preocupação global sobre o baixo engajamento do setor privado com o desenvolvimento sustentável não se materializa, principalmente, quando o ESG se torna fator fundamental da gestão. Além disso, os *stakeholders* podem ser parceiros do desenvolvimento sustentável global ao exigir das empresas maior desempenho em ESG, contribuindo indiretamente no engajamento com os ODS.

Desse modo, abre-se uma perspectiva para estudos futuros considerarem a influência distinta dos diferentes grupos de investidores institucionais sobre o comportamento responsável das empresas. Pesquisas futuras também podem considerar se a adoção dos ODS na elaboração dos relatórios de sustentabilidade aumenta a qualidade das informações reportadas e o melhor atendimento do padrão utilizado.

Embora a pesquisa apresente contribuições, não está livre de limitações. Uma delas está relacionada ao tratamento dado às empresas que estavam presentes *ranking* ESG. Além disso, não foram consideradas variáveis de propriedade gerencial, propriedade internacional e da quantidade de acionistas de cada empresa. Contudo, estas ausências também abrem caminhos para estudos futuros adensarem contribuições sobre a temática.

Agradecimentos

Agradecimento ao Apoio recebido do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico - CNPq (Brasil) - Chamada CNPq N° 4/2021.

Referências

- Al Amosh, H., & Khatib, S. F. (2021). Ownership structure and environmental, social and governance performance disclosure: the moderating role of the board independence. *Journal of Business and Socio-Economic Development*, 2(1), 49-66. <https://doi.org/10.4018/978-1-7998-4852-3.ch012>
- Alshbili, I., Elamer, A. A., & Moustafa, M. W. (2021). Social and environmental reporting, sustainable development and institutional voids: Evidence from a developing country. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 881-895. <https://doi.org/10.1002/csr.2096>
- Annesi, N., Battaglia, M., Gragnani, P., & Iraldo, F. (2021). Integrating the 2030 agenda at the municipal level: Multilevel pressures and institutional shift. *Land Use Policy*, 105, 105424.
- Arayssi, M., Jizi, M., & Tabaja, H. (2019). The impact of board composition on the level of ESG disclosures in GCC countries. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(1), 137-161. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0136>
- Aust, V., Morais, A. I., & Pinto, I. (2020). How does foreign direct investment contribute to Sustainable Development Goals? Evidence from African countries. *Journal of Cleaner Production*, 245 (1), 118823. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.118823>
- Aydoğmuş, M., Gülay, G., & Ergun, K. (2022). Impact of ESG performance on firm value and profitability. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), S119-S127.
- 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), 1173-1182. <http://doi.org/10.1037/0022-3514.51.6.1173>
- Betti, G., Consolandi, C., & Eccles, R. G. (2018). The relationship between investor materiality and the Sustainable Development Goals: a methodological framework. *Sustainability*, 10(7), 2248. <https://doi.org/10.3390/su10072248>
- Bonini, S., Koller, S., & Mirvis, P. H. (2009). Valuing social responsibility programs. *McKinsey Quarterly*, 32(2), 11-18.
- Borges, F. M., Rampasso, I. S., Quelhas, O. L., Leal Filho, W., & Anholon, R. (2022). Addressing the UN SDGs in sustainability reports: An analysis of Latin American oil and gas companies. *Environmental Challenges*, 7, 100515.
- Braam, G., De Weerd, L., Hauck, M., & Huijbregts, M. (2016). Determinants of corporate environmental reporting: the importance of environmental performance and assurance. *Journal of Cleaner Production*, 129(15), 724-734. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2016.03.039>
- Business & Sustainable Development Commission. *Better business better world – the report of the Business & Sustainable Development Commission*. 2017. Disponível: http://report.businesscommission.org/uploads/BetterBiz-BetterWorld_170215_012417.pdf
- Chang, K., & Zhang, L. (2015). The effects of corporate ownership structure on environmental information disclosure - empirical evidence from unbalanced panel data in heavy-pollution industries in China. *WSEAS Transactions on Systems and Control*, 10, 405-414.
- Chen, Z.; Xie, G. (2022). ESG disclosure and financial performance: Moderating role of ESG investors. *International Review of Financial Analysis*, 83, 102291. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102291>
- Cheng, L. T.; Sharma, P.; Broadstock, D. C. (2022). Interactive effects of brand reputation and ESG on green bond issues: A sustainable development perspective. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), 570-586. <https://doi.org/10.1002/bse.3161>

- Clark, G. L., Feiner, A., & Viehs, M. (2015). *From the stockholder to the stakeholder: how sustainability can drive financial outperformance*. Available at SSRN 2508281. <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2508281>
- Consolandi, C., Phadke, H., Hawley, J., & Eccles, R. G. (2020). Material ESG outcomes and SDG externalities: Evaluating the health care sector's contribution to the SDGs. *Organization & Environment*, 33(4), 511-533. <https://doi.org/10.1177/1086026619899795>
- Conway, E. (2019). Should we expect exemplary integrated reporting to increase organisational ESG ratings? In: *Responsibility and Governance*. Springer, Singapore, 135-162. https://doi.org/10.1007/978-981-13-1047-8_9
- Costa, D. V. F., Botelho, D., & Costa, M. P. C. (2013). Atitude socialmente responsável ou estratégia comercial: o caso do Pacto Global. *Revista Organizações em Contexto*, 9(18), 143-165. <http://dx.doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v9n18p143-165>
- Costa, E., & Ferezin, N. B. (2021). ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) e a comunicação: o tripé da sustentabilidade aplicado às organizações globalizadas. *Revista Alterjor*, 24(2), 79-95. <https://doi.org/10.11606/issn.2176-1507.v24i2p79-95>
- Crifo, P., Diaye, M. A. M., & Pekovic, S. (2016). CSR related management practices and firm performance: An empirical analysis of the quantity-quality trade-off on French data. *International Journal of Production Economics*, 171(3), 405-416. <https://doi.org/10.1016/j.ijpe.2014.12.019>
- Curtó-Pagès, F., Ortega-Rivera, E., Castellón-Durán, M., & Jané-Llopis, E. (2021). Coming in from the cold: A longitudinal analysis of SDG reporting practices by Spanish listed companies since the approval of the 2030 Agenda. *Sustainability*, 13(3), 1178. <https://doi.org/10.3390/su13031178>
- Dam, L., & Scholtens, B. (2012). Does ownership type matter for Corporate Social Responsibility? *Corporate Governance: An International Review*, 20(3), 233-252. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2011.00907.x>
- Darus, F., Mad, S., & Yusoff, H. (2014). The importance of ownership monitoring and firm resources on corporate social responsibility (CSR) of financial institutions. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 145(25), 173-180. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.024>
- Delgado-Ceballos, J., Ortiz-De-Mandojana, N., Antolín-López, R., & Montiel, I. (2022). Connecting the Sustainable Development Goals to firm-level sustainability and ESG factors: The need for double materiality. *BRQ Business Research Quarterly*, 26(1), 2-10. <https://doi.org/10.1177/23409444221140919>
- Donnelly, R., & Mulcahy, M. (2008). Board structure, ownership, and voluntary disclosure in Ireland. *Corporate Governance International*, 16(5), 416-429. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8683.2008.00692.x>
- Dyck, A., Lins, K. V., Rotch, L., & Wagner, H. F. (2019). Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence. *Journal of Financial Economics*, 131(3), 693-714. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.08.013>
- Elalfy, A., Weber, O., & Geobey, S. (2021). The sustainable development goals (SDGs): A rising tide lifts all boats? Global reporting implications in a post SDGs world. *Journal of Applied Accounting Research*, 22(3), 557-575. <https://doi.org/10.1108/JAAR-06-2020-0116>
- Fama, E., & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*, (2). Rio de Janeiro: Elsevier.

- Figueiredo Filho, D., Silva, L., & Domingos, A. (2015). O que é e como superar a multicolineariedade? Um guia para ciência política. *Conexão Política*, 4(2), 95-104. <https://doi.org/10.26694/rcp.issn.2317-3254.v4e2.2015.p95-104>
- Fleming, A., Wise, R. M., Hansen, H., & Sams, L. (2017). The sustainable development goals: A case study. *Marine Policy*, 86, 94-103. <https://doi.org/10.1016/j.marpol.2017.09.019>
- Gallo, P. J., & Christensen, L. J. (2011). Firm size matters: an empirical investigation of organizational size and ownership on sustainability related behaviors. *Business and Society*, 50(2), 315-349. <https://doi.org/10.1177/0007650311398784>
- Garcia, E. A. R., Araujo, I. A., & Albuquerque Filho, A. R. (2021). Level of social disclosure of Brazilian companies regarding the sustainable development objectives of United Nations (UN): A study of the dissemination of the objective of gender equality. *Contextus - Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 19(1), 217-231. <https://doi.org/10.19094/contextus.2021.62547>
- 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>
- García-Sánchez, I.-M., Aibar-Guzmán, C., Núñez-Torrado, M., & Aibar-Guzmán, B. (2022). Are institutional investors “in love” with the sustainable development goals? Understanding the idyll in the case of governments and pension funds. *Sustainable Development*, 30(5), 1099-1116, <https://doi.org/10.1002/sd.2305>
- Ghazali, N. A. M. Ownership structure and corporate social responsibility disclosure. (2007). Some Malaysian evidence. *Corporate Governance*, 7(3), 251-266. <https://doi.org/10.1108/14720700710756535>
- Global Reporting Initiative. (2016). *What is sustainability reporting?* <https://database.globalreporting.org/SDG-12-6/about-sustainability-reporting>.
- Haladu, A., & Salim, B. B. (2016). Corporate ownership and sustainability reporting: environmental agencies' moderating effects. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(4), 1784-1790. <http://www.econjournals.com/>
- Halkos, G., & Skouloudis, A. (2018). Corporate social responsibility and innovative capacity: intersection in a macro-level perspective. *Journal of Cleaner Production*, 182(1), 291-300. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.02.022>
- Heras-Saizarbitoria, I., Urbieto, L., & Boiral, O. (2022). Organizations' engagement with sustainable development goals: From cherry-picking to SDG-washing? *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(2), 316-328.
- Hieu, V. M. (2022). The moderating role of innovative organizational climate on the relationship between environmental monitoring social monitoring, governance monitoring and sustainable development goals (case of Vietnam). *Economic Research*, 36(2), 1-25. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2022.2111976>
- Horrigan, B. (2010). *Corporate social responsibility in the 21st century: Debates, models and practices across government, law and business*. Edward Elgar Publishing.
- Hummel, K. (2019). *Reporting on the Sustainable Development Goals – early evidence from Europe*. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3411017>
- Jensen, J. C., & Berg, N. (2012). Determinants of traditional sustainability reporting versus integrated reporting. An institutional approach. *Business Strategy and the Environment*, 21(5), 299-316. <https://doi.org/10.1002/bse.740>

- Jha, M. K., & Rangarajan, K. (2020). The approach of Indian corporates towards sustainable development: An exploration using sustainable development goals based model. *Sustainable Development*, 28(5), 1019-1032. <https://doi.org/10.1002/sd.2053>
- Jo, H., & Harjoto, M. (2011). Corporate governance and firm value: the impact of Corporate Social Responsibility. *Journal of Business Ethics*, 103(3), 351-383. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0869-y>
- Kazemikhasragh, A., Cicchiello, A. F., & Pietronudo, M. C. (2021). Factors influencing the adoption of SDG reporting by large African and Asian companies. *International Journal of Technology Management & Sustainable Development*, 20(1), 43-60. https://doi.org/10.1386/tmsd_00034_1
- Khaled, R., Ali, H., & Mohamed, E. K. A. (2021). The Sustainable Development Goals and corporate sustainability performance: mapping, extent and determinants. *Journal of Cleaner Production*, 311(15), 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.127599>
- Kharas, H., & Zhang, C. (2014). New agenda, new narrative: What happens after 2015? *SAIS Review of International Affairs*, 34(2) 25-35. <https://doi.org/10.1353/sais.2014.0019>
- Kouloukoui, D., Gomes, S. M. S., Marinho, M. M. O., Torres, E. A., Kiperstok, A., & Jong, P. (2018). Disclosure of climate risk information by the world's largest companies. *Mitigation and Adaptation Strategies for Global Change*, 23(8) p. 1251-1279. <https://doi.org/10.1007/s11027-018-9783-2>
- Lavin, J. F., & Montecinos-Pearce, A. A. (2021). ESG Disclosure in an emerging market: an empirical analysis of the influence of board characteristics and ownership structure. *Sustainability*, 13(19), 10498. <https://doi.org/10.3390/su131910498>
- Lior, N., Radovanović, M., & Filipović, S. (2018). Comparing sustainable development measurement based on different priorities: sustainable development goals, economics, and human well-being - Southeast Europe case. *Sustainability Science*, 13(4), 973-1000. <https://doi.org/10.1007/s11625-018-0557-2>
- Luna, T. A. U. (2019). Auditoria dos Relatórios de Sustentabilidade: um estudo com Empresas Listadas na B3. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 13(3), 88-107. <https://doi.org/10.9771/rc-ufba.v13i3.30783>
- Malik, M. (2015). Value-enhancing capabilities of CSR: a brief review of contemporary literature. *Journal Business Ethics*, 127(2), 419-438. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2051-9>
- Moura, G. D., Pletsch, A. L. B., Cordazzo, E. G., & Mazzioni, S. (2019). Estrutura de propriedade e responsabilidade socioambiental em companhias abertas. *Revista Metropolitana de Sustentabilidade*, 9(1), 6-19.
- Nguyen, A. H., & Nguyen, L. H. (2020). Determinants of sustainability disclosure: empirical evidence from Vietnam. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(6), 73-84. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no6.073>
- Nguyen, D. T., Hoang, T. G., & Tran, H. G. (2022). Help or hurt? The impact of ESG on firm performance in S&P 500 non-Financial firms. *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, 16(2), 91-102. <http://dx.doi.org/10.14453/aabfj.v16i2.7>
- Pedersen, C. S. (2018). The UN Sustainable Development Goals (SDGs) are a great gift to business! *Procedia CIRP*, 69, 21-24. <https://doi.org/10.1016/j.procir.2018.01.003>
- Phadke, H., & DeMates, L. (2017). *Investing with the Sustainable Development Goals*. White Paper TruValue Labs: San Francisco, CA, USA. <https://www.truvaluelabs.com/downloads/download-investing-with-the-sustainable-development-goals>
- PriceWaterhouseCoopers - PwC. (2019). *Creating a strategy for a better world*. <https://www.pwc.com/gx/en/sustainability/SDG/sdg-2019.pdf>

- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Efeito da diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva na Responsabilidade Social Corporativa. *BBR - Brazilian Business Review*, 18(2), 118-139. <https://doi.org/10.15728/bbr.2021.18.2.1>
- Puertas, R., & Marti, L. (2023). Regional analysis of the sustainable development of two Mediterranean countries: Spain and Italy. *Sustainable Development*, 31(2), 797-811.
- Raimo, N., Vitolla, F., Marrone, A., & Rubino, M. (2020). The role of ownership structure in integrated reporting policies. *Business Strategy Environment*, 29(6), 2238-2250. <https://doi.org/10.1002/bse.2498>
- Ricardo, V. S.; Barcellos, S. S.; Bortolon, P. M. (2017). Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: Fatores determinantes de divulgação. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 11(1), p. 90. <https://doi.org/10.24857/rgsa.v11i1.1233>
- Rizzi, D. I., Mazzioni, S., Moura, G. D., & Oro, I. M. (2019). Fatores determinantes da conformidade dos relatórios integrados em relação às diretrizes divulgadas pelo International Integrated Reporting Council. *Revista de Gestão Social e Ambiental – RGSA*, 13(1), 21-39. <http://dx.doi.org/10.24857/rgsa.v13i1.1596>
- Rosati, F., & Faria, L. G. D. (2019b). Business contribution to the Sustainable Development Agenda: organizational factors related to early adoption of SDG reporting. *Corporate Social Responsibility Environmental Management*, 26(3), 588-597. <https://doi.org/10.1002/csr.1705>
- Rosati, F., & Faria, L. G. D. (2019a). Addressing the SDGs in sustainability reports: the relationship with institutional factors. *Journal of Cleaner Production*, 215(1), 1312-1326. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.12.107>
- Sampieri, R. H.; Collado, C. F.; Lucio, M. P. B. (2013). *Metodologia de pesquisa* (5a. Ed.). Porto Alegre: Penso.
- Sánchez, J. L. F., Sotorrío, L. L., & Díez, E. B. (2011). The relationship between corporate governance and corporate social behavior. A structural equation model analysis. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 18(2), 91-101. <https://doi.org/10.1002/csr.244>
- Sant'Ana, N. L. S., Medeiros, N. C. D., Silva, S. A. L., Menezes, J. P. C. B., & Chain, C. P. (2016). Concentração de propriedade e desempenho: um estudo nas empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica. *Gestão & Produção*, 23(04), 718-732. <https://doi.org/10.1590/0104-530X2576-15>
- Schaltegger, S., & Wagner, M. (2011). Sustainable entrepreneurship and sustainability innovation: Categories and interactions. *Business Strategy and the Environment*, 20(4), p. 222-237. <https://doi.org/10.1002/bse.682>
- Schio, N. S., Mazzioni, S., Moura, G. D., & Dal Magro, C. B. (2019). Objetivos de Desenvolvimento Sustentável e as empresas participantes do mercado acionário brasileiro. In: *Anais USP Internacional Conference in Accounting*.
- Schönherr, N., Findler, F., & Martinuzzi, A. (2017). Exploring the interface of CSR and the Sustainable Development Goals. *Transnational Corporations*, 24(3), 33-47.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1986). Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488. <http://www.jstor.org/stable/1833044?origin=JSTOR-pdf>
- Soares, P. F., Paula, F. Z., & Dotto, D. M. R. (2022). As atividades do setor de turismo sob a perspectiva dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) da ONU. *Revista Eletrônica de Administração e Turismo*, 16(2), 1-20.
- Tamimi, N., & Sebastianelli, R. (2017). Transparency among S&P 500 companies: an analysis of ESG disclosure scores. *Management Decision*, 55(8), 1660-1680. <https://doi.org/10.1108/MD-01-2017-0018>

- United Nations Global Compact. (2018a). *Global goals for people and planet*. <https://www.unglobalcompact.org/sdgs/about>
- United Nations Global Compact. (2018b). *How your company can advance each of the SDGs*. <https://www.unglobalcompact.org/sdgs/17-global-goals>
- United Nations. (2015). *Transforming our world: The 2030 agenda for sustainable development*. New York: United Nations.
- Van Der Waal, J. W., & Thijssens, T. (2020). Corporate involvement in sustainable development goals: exploring the territory. *Journal of Cleaner Production*, 252(10), 119625. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2019.119625>
- Van Zanten, J. A., & Van Tulder, R. (2018). Multinational enterprises and the Sustainable Development Goals: an institutional approach to corporate engagement. *Journal of International Business Policy*, 1(3-4), 208-233. <https://doi.org/10.1057/s42214-018-0008-x>
- Veroneze, S., Schmidt, O., Dal Magro, C. B., & Mazzioni, S. (2021). Responsabilidade social corporativa e adesão aos objetivos de desenvolvimento sustentável. *Revista de Administração IMED*, 11(1), 113-137. <https://doi.org/10.18256/2237-7956.2021.v11i1.4379>
- Xia, B., Olanipekun, A., Chen, Q., Xie, L., & Liu, Y. (2018). Conceptualising the state of the art of Corporate Social Responsibility (CSR) in the construction industry and its nexus to sustainable development. *Journal of Cleaner Production*, 195(10), 340-353. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2018.05.157>
- Xu, E., Yang, H., Quan, J. M., & Lu, Y. (2015). Organizational slack and corporate social performance: Empirical evidence from China's public firms. *Asia Pacific Journal of Management*, 32(1), 181-198. <https://doi.org/10.1007/s10490-014-9401-0>
- Yesuf, A. J., & Aassouli, D. (2020). Exploring synergies and performance evaluation between Islamic funds and socially responsible investment (SRIs) in light of the Sustainable Development Goals (SDGs). *Heliyon*, 6(8), e04562.

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>.