

repec

Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade

Journal of Education and Research in Accounting

REPeC, Brasília, v. 14, n. 2, abr./jun. 2020

Disponível online em www.repec.org.br

DOI: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v14i2>

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
Orteans Silva Martins, Doutor, Universidade Federal da Paraíba (UFPB), PB, Brasil
Patrícia Gonzalez Gonzalez, Doutora, Universidade del Valle (UV), Cali, Colômbia

EDITOR

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

EDITORES ADJUNTOS

Andson Braga de Aguiar, Doutor, Universidade de São Paulo (USP)
Bruna Camargos Avelino, Doutora, Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)
Iracema Raimunda Brito Neves Aragão, 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

Maria do Carmo Nóbrega, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

REVISÃO DE LÍNGUA INGLESA

Aksent Assessoria Acadêmica

REVISÃO DE NORMALIZAÇÃO

Rejane de Lima Silva, 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

Sabrina Mourão, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil
Filipe Xavier da Costa, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Brasil

BIBLIOTECÁRIA

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

ASSISTENTE EDITORIAL

Rejane de Lima Silva, 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 – 2020



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), estou entregando o segundo número do ano de 2020. A REPeC, sempre tentando inovar, iniciará um processo de lives com a Revista Brasileira de Contabilidade (RBC). Teremos várias lives para ajudar os pesquisadores brasileiros a aumentar a qualidade da pesquisa e, com isso, aumentar as publicações nas revistas científicas, inclusa a própria REPeC.

Como prometido um ano atrás, estamos integrando sempre editoriais de professores brasileiros renomados e editores associados da Revista, além de autores internacionais, com temáticas bem instigantes para que tragam novas ideias e pensamento crítico aos leitores. Nesse número, a Professora Associada Nerissa Brown, da Universidade de Illinois, fornece informações importantes, discutindo o histórico de relatórios não GAAP, diretrizes relevantes de divulgação dos EUA e internacionais, tendências atuais na prática e benefícios e armadilhas comuns de divulgações não GAAP. Acredito que seja um assunto muito pouco discutido em nosso âmbito acadêmico. Além disso, trouxemos um editorial do psicólogo e mestre Vitor Barros do Rêgo sobre a saúde mental e a ética em tempos da Covid-19.

Após os editoriais, teremos, primeiramente, o artigo das pesquisadoras Edvalda Leal, Layne Ferreira e Raíssa de Farias, que tem como objetivo identificar as competências desenvolvidas no estágio docência para a formação didático-pedagógica por meio da percepção dos pós-graduandos da área contábil e professores orientadores/supervisores do estágio. No resultado, verifica-se que o estágio docência pode contribuir para a formação do discente ao associar o conhecimento teórico à prática do ensino, estimulando o desenvolvimento de competências requeridas na docência. Identificaram-se fragilidades na estrutura pedagógica proposta para o oferecimento do estágio docência na pós-graduação.

O segundo artigo é de autoria de Jonatan Konraht, Silvia Consoni e Marcos da Fonseca, com o título “A relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida captada via emissão de debêntures no Brasil”. Os resultados encontrados sugerem que, entre as características de estrutura de propriedade/controlado analisadas, somente a concentração de controle direto é relevante para os debenturistas no momento da precificação dos títulos.

O terceiro artigo foi escrito pelos autores Iago Lopes, Alison Meurer e Romualdo Douglas e tem como título “Estratégias de Coping Adotadas por Discentes de Contabilidade”. Entre os principais resultados, têm-se que as maiores associações ocorrem entre as estratégias de distração consubstanciadas em fazer outras coisas mais agradáveis e pensar menos no problema e/ou na situação estressora e de desprazer, e conversão e aditividade, como a adoção de práticas relacionadas ao uso de drogas lícitas e ilícitas.

O quarto artigo foi elaborado por Luís Chagas, Ricardo Leal e Raphael Roquete e possui como título “Bons fundamentos geram alfas?”. A maior contribuição demonstrada pelos autores é que portfólios com alto F-Score podem ter menos chances de retornos catastróficos. A técnica realizada no artigo pode ser empregada por investidores menos sofisticados para criar portfólios defensivos de empresas com bons fundamentos.

O quinto artigo foi elaborado por Eliane Correia, Afonso Lima e Hong Yuh Ching. O artigo tem como objetivo analisar a relação entre o uso de artefatos da contabilidade gerencial e porte, desempenho e qualidade dos serviços prestados por empresas brasileiras concessionárias de distribuição de energia elétrica, setor configurado como monopólio natural. Os resultados evidenciam maior frequência da utilização dos artefatos tradicionais e sugerem uma relação entre a utilização dos artefatos e o porte da empresa. Porém, não se verificou uma relação entre a utilização desses artefatos e o desempenho nas organizações investigadas (diferenciando-se de outras pesquisas), nem com a qualidade dos serviços. Pode-se concluir que, nesse contexto de monopólio natural, informações obtidas por meio de artefatos não se prestam ao aperfeiçoamento das operações, apesar das iniciativas de um pequeno número de organizações.

Por último, os autores Nadia Sousa, Mara Jane Malacrida e Alan Gois (in memoriam) analisam se a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras e mundiais no período entre 2005 e 2015. Os resultados evidenciaram que não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras. Para a amostra mundial, foi encontrada relação relevante, ao nível de 10%, sendo possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras mundiais.

Gostaria de oportunizar e sempre relatar que a REPeC não é uma publicação apenas ligada à área de Educação, mas a várias áreas como mostrado em seus objetivos, sejam: Financeira, Gerencial, Pública, Auditoria, Tributos, entre outros.

Sem mais, agradeço por todos os pesquisadores que submeteram seus artigos à REPeC. Parabéns para os que tiveram os artigos aprovados, pois a demanda é bastante alta e o caminho até a publicação final é muito árduo.

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

Saudações acadêmicas.

Gerlando Lima, PhD.
Editor-Chefe.

Saúde Mental e ética em tempos de COVID-19

Vitor Barros Rego

<https://orcid.org/0000-0003-2124-6379> | E-mail: vitorbarrosrego@gmail.com

O ano de 2020 tem sido bastante desafiador para todos no mundo com a pandemia da Covid-19. As restrições de circulação, de contato e de liberdade nos forçaram a conhecer e reconhecer vários pontos da nossa vida. Alguns deles, que chamam a atenção, são o nosso propósito de vida e de sociedade e a nossa saúde mental. Para isso, algumas perguntas provocam importantes reflexões: por que e para que produzimos? Como manter sanidade e equilíbrio mental nesse tempo de pandemia e de atrocidades acontecendo?

Nossa forma de produzir mercadorias e serviços sofreram muitas mudanças com esta pandemia: famílias sofreram perdas nas suas rendas mensais; o consumo de produtos e serviços foi se tornando restrito àqueles considerados essenciais; empresas reformularam seus quadros funcionais e estratégias. Por conta de mudanças como essas, muitos trabalhadores e trabalhadoras foram sujeitas a situações ainda mais precárias do que já vivenciavam: exposição a riscos de contaminação, jornadas de trabalho exaustivas, falta de suporte, punições desmedidas, entre outras (Antunes, 2018). Muitos relatam uso abusivo de medicamentos (antidepressivos, ansiolíticos, relaxantes musculares), bebidas energéticas, drogas ilícitas, dores pelo corpo, sono desregulado, dificuldade de concentração e níveis altos de ansiedade (Schimdt et al., 2020). Estes relatos não são novidade. As constantes flexibilizações nas leis trabalhistas e modernizações de prestação de serviços gerou uma massa de trabalhadores pseudoautônomos, que acreditam serem donos do próprio negócio, mas são geridos por um algoritmo (Antunes, 2018). É o caso de entregadores e motoristas de aplicativo. Trabalham por jornadas exaustivas com o objetivo de atingir um valor mínimo de ganhos diários que compensem a saída de casa para trabalharem. Não existem proteções legais nem mesmo de suas integridades física e mental no trabalho.

Antes da pandemia, os dados sobre afastamento e adoecimento no trabalho já apontavam para resultados assustadores. No ano de 2018, segundo Anuário Estatístico de Acidentes de Trabalho, o Brasil teve 576.951 acidentes notificados, pouco mais de 19 mil acidentes a mais que o ano anterior (Brasil, 2018). Destes, os transtornos mentais e comportamentais estão em 3º lugar como motivo do afastamento. Não iremos discutir dados aqui, mas, sim, fazer uma reflexão: **Como você acha que contribui para este adoecimento dos demais trabalhadores?** A resposta é simples: direta ou indiretamente, sim, ao consumir estes produtos e serviços. Indo mais a fundo nestas provocações, faço mais perguntas: você deixaria de comprar uma roupa de uma determinada marca se soubesse que a linha de produção utiliza trabalho escravo? Você deixaria de frequentar um restaurante que você gosta se soubesse que proprietários praticam assédio moral contra funcionários? Você se submeteria a uma cirurgia com um médico se soubesse que ele está trabalhando há 16 horas consecutivas? Você faria uma viagem onde motorista ou piloto do avião está trabalhando à base de bebidas energéticas e/ou drogas estimulantes? Sabermos das condições em que foram produzidas peças de roupas pode até não mudar nossas escolhas, mas como os serviços são prestados sim, até porque, em algumas das situações, estaríamos expostos a alguns riscos. Portanto, sustento aqui que estamos em uma crise que não é somente contra um vírus, mas também uma crise ética da sociedade. Alimentamos uma cadeia produtiva que precariza e expõe trabalhadores a situações limítrofes e que, em alguns casos, podem colocar sua vida em risco. O que assusta é a capacidade de naturalizar ou mesmo ignorar tais dilemas éticos.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 14/6/2020. Resubmetido em 14/6/2020. Aceito em 14/6/2020 por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor).

Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

Mas o que isso tem a ver com a nossa saúde mental? Nos noticiários, há diversas manifestações ocorrendo no mundo frente a opressões (racismo, machismo, homofobia, xenofobia) e/ou abandono de pessoas entregues à própria sorte sem condições sanitárias para enfrentar a pandemia. Preocupar-se com a doença, por si só, já nos coloca em estado de vigilância, causando perturbações psicológicas que afetam a capacidade de enfrentamento com estratégias saudáveis (Ministério da Saúde do Brasil, 2020). A falta de conhecimento sobre o vírus, a rapidez do contágio, o número acelerado de propagação do vírus, a falta de uma vacina e a letalidade acima da média de outras gripes (Li et al., 2020) geram inquietações e, para alguns, pânico.

Após a epidemia de ebola no continente africano, em 2007, a Organização Mundial da Saúde (OMS, 2007) ressalta a importância de os países estarem preparados para efeitos de uma pandemia com boa estrutura hospitalar e com amplo acesso, mas também para possíveis danos à saúde mental. Recentemente, a OMS (2020) reiterou a necessidade de prever a assistência psicológica e cuidados primários por profissionais de saúde mental no plano de contingenciamento da pandemia. É importante ressaltar que uma das medidas mais eficazes para enfrentamento de uma pandemia com este nível de contágio é a quarentena, restringindo aglomerações e a circulação livre de pessoas. Os efeitos disso são perdas nos vínculos sociais devido ao distanciamento, solidão, medo, tédio e sensações de vazio, desencadeando episódios depressivos, transtornos de ansiedade e ideias suicidas (Barari et al., 2020; Pancani, Marinucci, Aureli & Riva, 2020). Por fim, em outro documento da OMS (2000), entre vários fatores que podem levar ao suicídio, ao desemprego, à violência social e à falta de acesso a serviços primários de saúde pode intensificar impulsos suicidas.

Portanto, como manter a mente sã vendo pessoas morrendo por falta de acesso a um tratamento para a Covid-19, assassinadas em suas casas por tiroteios, assassinadas por causa da cor da pele, assassinadas em suas aldeias por defenderem a natureza do garimpo, assassinadas por conviverem com um relacionamento abusivo ou serem hostilizadas por serem de religião de matriz afro? Tais mazelas sociais se intensificaram em tempos de confinamento. Segundo o Fórum Brasileiro de Segurança Pública (2020), os registros de feminicídio cresceram 22,2% desde o início da pandemia. A conclusão que chego é que a saúde mental não passa só pela noite bem dormida ou pelo tempo para algum exercício ou alongamento, por uma comida bem feita, por uns minutos de música, assistindo séries. A saúde mental depende, também, de uma justiça social (Dejours, 1999). Indignar-se com essas atrocidades é um primeiro ato para lutar por essa justiça social e, conseqüentemente, pela saúde mental. Para alguns, é possível seguir o raciocínio de renunciar a pensar sobre isso, calar-se e fingir que nada disso está acontecendo. Para esta postura, o diagnóstico seria outro: cinismo, silêncio e conivência (que, muitas vezes, são posturas defensivas e inconscientes). São três doenças sociais que alimentam posturas autoritárias, sejam de governantes, de proprietários de estabelecimentos ou mesmo de gestores (Costa, 2019; Han, 2017; Dejours, 1999). São posturas que buscam anular ou minimizar o sofrimento do outro, diluir responsabilidades de atos ou discutir as conseqüências e, não, os atos.

O mecanismo funciona da seguinte maneira em nossa mente: ao ser provocado por noticiários que expõem as mazelas, o sujeito pode não ter capacidade afetiva em lidar com isso e colocar em uma espécie de gaveta com chave para não ver mais: o nosso inconsciente. Porém, ao negar, estamos silenciando sofrimento de quem perdeu pessoas próximas pela doença ou por violência social. E quanto mais se colocam fatos nessa gaveta, mais insensível e agressivo se torna esse sujeito. Veja bem, este sujeito não necessariamente está diagnosticado com alguma doença clínica, mas está adotando um padrão de comportamento e de pensamento sobre si que produz adoecimentos a outros. Portanto, indignar-se com estas mazelas é também lutar pela sua saúde mental. Afinal, você fica tranquilo(a) ao saber que uma vizinha sua está sendo violentada no apartamento ao lado? Ou que uma pessoa de classe pobre contraiu Covid-19 trabalhando para uma pessoa também contaminada que paga o salário e a empregada morreu por não ter acesso a serviço de saúde enquanto a patroa sobreviveu?

No mundo organizacional, muitas empresas têm-se adequado a programas de *compliance* como forma de gerar credibilidade e lisura de procedimentos internos para seus acionistas e clientes. Porém, será que estes programas se preocupam em como são geridos resultados e pessoas? É normal apresentar transparência e lisura com números, porém, custando a saúde mental de trabalhadores que os fizeram por meio de práticas de assédio moral e sexual? Estes são tidos como um dos fatores que maior incidem em casos de suicídios relacionados ao trabalho (Dejours & Bègue, 2010). Não parece ser justo alcançar resultados de faturamento positivos sabendo que funcionários irão gastar parte de seus salários em antidepressivos, ansiolíticos ou outras formas de fuga do sofrimento. Na verdade, este é o pior dos confinamentos.

É preciso repensar a maneira pela qual as empresas produzem, mas também a maneira com que consumimos e alimentamos esses processos que adoecem e também em como nos responsabilizarmos por problemas sociais a nossa volta. E, neste espaço de construção de saber que é a Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, é preciso também produzir ciência com fins éticos e que promovam um saber construtivo e que formem profissionais com saber crítico. Afinal, “sem um fim social, o saber será a maior das futilidades” (Freyre, 1967). Construir um saber que ajude a promover injustiças sociais não será um saber, mas, sim, um instrumento legitimado para destruir saúde mental.

Referências

- Antunes, R. (2018). *O privilégio da servidão: o novo proletariado de serviços na era digital*. São Paulo: Boitempo.
- Barari, S., Caria, S., Davola, A., Falco, P., Fetzer, T., Fiorin, S., Slepoy, F. R. (2020). *Evaluating COVID-19 public health messaging in Italy: self-reported compliance and growing mental health concerns*. Retrieved from <http://gking.harvard.edu/covid-italy>
- Brasil. Ministério da Economia. *Anuário Estatístico de Acidentes do Trabalho (AEAT)*. Retirado de <http://www.previdencia.gov.br/dados-abertos/dados-abertos-sst/>
- Costa, V. H. F. (org) (2019). *Estudos sobre a personalidade autoritária*. São Paulo; Editora Unesp.
- Dejours, C. (1999) *A banalização da injustiça social*. São Paulo, FGV.
- Dejours, C.; Bègue, F. (2010). *Suicídio e trabalho: o que fazer?* Brasília; Editora Paralelo 15.
- Fórum Brasileiro de Segurança Pública (2020). *Violência doméstica durante a pandemia de COVID-19*. Ed. 2, Brasil.
- FREYRE, G. (1967) *Sociologia da medicina: breve introdução ao estudo dos seus princípios, dos seus métodos e das suas relações com outras sociologias e com outras ciências*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian.
- Han, Byung-Chul. *Topologia da violência*. Petrópolis, RJ; Editora Vozes, 2017.
- Li, W., Yang, Y., Liu, Z.-H., Zhao, Y.-J., Zhang, Q., Zhang, L., Xiang, Y.-T. (2020). Progression of mental health services during the COVID-19 outbreak in China. *International Journal of Biological Sciences*, 16(10), 1732-1738. <https://doi.org/10.7150/ijbs.45120>
- Ministério da Saúde (Brasil). (2020). *Plano de contingência nacional para infecção humana pelo novo Coronavírus 2019-nCoV: centro de operações de emergências em saúde pública (COE-nCoV)*. Brasília: Autor. Recuperado de <http://portalarquivos2.saude.gov.br/images/pdf/2020/fevereiro/07/plano-contingencia-coronavirus-preliminar.pdf>
- Organização Mundial da Saúde (2000). *Prevenção do suicídio: um manual para profissionais da saúde em atenção primária*. Genebra.

- Pancani, L., Marinucci, M., Aureli, N., & Riva, P. (2020). Forced social isolation and mental health: a study on 1006 Italians under COVID-19 quarantine. *PsyArXiv Preprints*. <https://doi.org/10.31234/osf.io/uacfj>
- Schimdt, B.; Crepaldi, M. A.; Bolze, S. D. A.; Neiva-Silva, L.; Demenech, L. M. *Saúde mental e intervenções psicológicas diante da pandemia do novo coronavírus (COVID-19)*. Estudos de Psicologia (Campinas), 37, e200063, 2020.
- World Health Organization. (2007). *Risk reduction and emergency preparedness: World Health Organization six-year strategy for the health sector and community capacity development*. Geneva: Author. Retrieved from http://apps.who.int/iris/bitstream/handle/10665/43736/9789241595896_eng.pdf?sequence=1&isAllwed=y
- World Health Organization. (2020). *Coronavirus disease 2019 (COVID-19): situation report - 78*. Geneva: Author . Retrieved from http://www.who.int/docs/default-source/coronaviruse/situation-reports/20200407-sitrep-78-covid-19.pdf?sfvrsn=bc43e1b_2

Tornando-se de capital aberto: os benefícios e as armadilhas das métricas não GAAP*

Nerissa C. Brown

<https://orcid.org/0000-0002-9487-4969> | E-mail: nerissab@illinois.edu

Tornando-se de capital aberto: os benefícios e as armadilhas das métricas não GAAP

O uso de métricas financeiras não GAAP ou ajustadas é onipresente entre empresas abertas e tornou-se cada vez mais comum nas divulgações financeiras de empresas fechadas que se tornam abertas. De fato, evidências recentes mostram que o uso de métricas não GAAP nos pedidos de ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) dos EUA quase triplicou nas últimas duas décadas. Essa tendência é ainda mais impressionante para IPOs de tecnologia¹ que geralmente geram grandes perdas durante os estágios iniciais do ciclo de vida da empresa. Para essas empresas, métricas financeiras personalizadas podem servir como ferramentas úteis para contar melhor a história da empresa e mostrar sinais de eventual lucratividade futura. No entanto, a apresentação de métricas não GAAP em prospectos e outros registros de divulgação pode levar a vários problemas, como falta de comparabilidade com colegas do setor, má interpretação por parte dos investidores e maior escrutínio por parte dos reguladores e da mídia de negócios. Portanto, empreendedores e administradores precisam encontrar o equilíbrio certo ao optar por confiar em métricas financeiras ajustadas ao tornar a empresa aberta. Este artigo fornece informações importantes, discutindo o histórico de relatórios não GAAP, diretrizes relevantes de divulgação dos EUA e internacionais, tendências atuais na prática e benefícios e armadilhas comuns de divulgações não GAAP.

* Este editorial é baseado em um webinar executivo realizado no programa iMSA da *Gies College of Business* da Universidade de Illinois em Urbana-Champaign. Agradeço a Jessica LoVerde pelos úteis comentários e sugestões. Reconheço com gratidão o apoio financeiro da PricewaterhouseCoopers LLP Faculty Fellowship

¹ Consistente com pesquisas anteriores, uso o termo “tecnologia” para me referir a IPOs nas indústrias de ciência, tecnologia, engenharia e matemática (STEM) (ver Brown et al. 2020; Fedyk et al. 2017).

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 14/6/2020. Resubmetido em 14/6/2020. Aceito em 14/6/2020 por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor).

Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

O que é uma medida financeira não GAAP?

Uma métrica financeira não GAAP é uma medida de desempenho financeiro que não está de acordo com os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP) ou com os padrões internacionais de relatório financeiro (IFRS)². Essas medidas ajustam o desempenho financeiro histórico ou futuro de uma empresa, excluindo (ou acrescentando) valores de uma medida comparável preparada de acordo com o GAAP ou o IFRS. Na maioria dos casos, as empresas começam com o lucro líquido GAAP ou lucro por ação e adicionam componentes de despesa que são considerados irrelevantes para avaliar o desempenho financeiro principal. As medidas não GAAP comuns são receita operacional principal ou ajustada, lucro por ação (LPA) ajustado, lucro antes de juros, impostos e depreciação (EBITDA), EBITDA ajustado, fluxo de caixa livre e, em certa medida, receita ajustada. Em termos de taxas de frequência, a *Audit Analytics* informa que 82% do S&P 500 divulgam uma medida de receita operacional ajustada, enquanto 79% divulgam algum tipo de medida de EPS ajustada (Usvyatsky e Coleman 2018).³

Observe que medidas não financeiras e estatísticas (também conhecidas como indicadores-chave de desempenho ou KPIs), como número de assinantes, rotatividade de clientes e vendas nas mesmas lojas, não são consideradas medidas não GAAP, pois não derivam diretamente de uma medida GAAP ou IFRS. As medidas operacionais e financeiras divulgadas para fins de relatório por segmento também são excluídas, uma vez que são fornecidas de acordo com o GAAP ou o IFRS. A Figura 1 mostra os tipos de medidas que se enquadram no escopo geral da definição não GAAP.

Histórico de relatórios não GAAP e histórico regulatório dos EUA

O fenômeno não GAAP não é novo, pois as métricas financeiras ajustadas começaram a aparecer nas divulgações corporativas e nos relatórios dos analistas de ações a partir de meados dos anos 90 (veja Black et al., 2018, para discussões sobre a história da divulgação não GAAP nos mercados de capitais dos EUA e internacionais). Embora a introdução de métricas não GAAP tenha sido atribuída a vários fatores, o uso dessas métricas aumentou drasticamente durante a bolha do mercado de ações da Internet ou das empresas pontocom (Brown et al. 2012)⁴ e tornou-se moda entre as empresas de tecnologia, especialmente aquelas em serviços de negócios relacionados à tecnologia, como serviços de informações *on-line* e serviços de programação de computadores (Bhattacharya et al. 2004). Muitas dessas empresas eram entidades jovens, geradoras de perdas, com capitalização de mercado acima da média. Assim, os críticos dos relatórios não GAAP supõem que o uso de métricas ajustadas surgiu da necessidade de empresas de tecnologia jovens e de alto crescimento demonstrarem o valor da firma, convertendo as perdas GAAP em medidas de rentabilidade mais palatáveis.

2 O termo “não-GAAP” é usado nos mandatos regulatórios dos EUA para se referir a métricas financeiras ajustadas que não estão em conformidade com os US GAAP. O mesmo termo é usado na prática para se referir a métricas ajustadas que não são preparadas de acordo com os IFRS ou outros padrões contábeis do país de origem. Os termos “não IFRS” ou “medidas de desempenho alternativas (APMs)” também são usados em contextos internacionais.

3 Essas estatísticas são baseadas nas informações coletadas dos *press release* de resultados anuais emitidos em 2017.

4 Veja a Figura 2 em Brown et al. (2012) para evidências gráficas do forte aumento na evidência não GAAP durante a bolha da internet.

Durante esse período, as medidas não GAAP foram desreguladas, de baixa qualidade e consideradas enganosas para os investidores. Após a quebra de empresas pontocom e várias fraudes contábeis de alto gabarito, os reguladores dos EUA responderam com medidas cautelares e mandatos legislativos para parar práticas oportunistas não GAAP e aumentar a transparência e a utilidade das medidas ajustadas. Especificamente, em dezembro de 2001, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) dos EUA emitiu um aviso de advertência, alertando os investidores sobre as armadilhas ao se confiar em métricas financeiras não GAAP. A Lei Sarbanes-Oxley de 2002 (Seção 401b) descreveu ainda diretrizes do Congresso destinadas a (1) proibir a divulgação de métricas não GAAP enganosas e (2) melhorar a transparência exigindo que as empresas reconciliassem a métrica não GAAP com a medida GAAP relevante. Essas diretrizes foram posteriormente implementadas pela SEC de acordo com o Regulamento G, promulgado em janeiro de 2003, seguido por uma série de orientações interpretativas não mandatórias publicadas como Interpretações de Conformidade e evidenciação (C&DIs)⁵.

O Regulamento G se aplica a todas as empresas abertas dos EUA, incluindo empresas estrangeiras listadas em bolsa e empresas fechadas submetidas a uma oferta pública inicial. As diretrizes se aplicam a todas as divulgações ou emissões públicas que contenham métricas financeiras não GAAP, incluindo divulgações impressas, por via oral, telefônica, eletrônica, por webcast ou por qualquer outro meio. Os mandatos gerais do Regulamento G proíbem a divulgação pública de informações não GAAP que possam ser consideradas enganosas com base em fatos falsos ou omitidos e exigem que as empresas apresentem a métrica GAAP mais diretamente comparável, juntamente com uma reconciliação quantitativa das diferenças entre as métricas GAAP e não GAAP. O Regulamento G também fez emendas às regras específicas de divulgação da SEC que regem as informações fornecidas à SEC, como *press release* de resultados (consulte o item 2.02 do Formulário 8-K) e arquivamentos de empresas públicas, como relatórios financeiros trimestrais e anuais, bem como declarações de registro de IPO e registros de prospecto (ver Item 10e do Regulamento SK). Essas alterações exigem que as empresas apresentem a métrica GAAP mais diretamente comparável com destaque igual ou maior que a métrica não GAAP e discutam por que a administração vê a métrica não GAAP como útil aos investidores e as maneiras pelas quais a métrica é usada internamente pela administração na operação do negócio.⁶ A Tabela 1 ilustra as diretrizes não GAAP aplicáveis a todas as divulgações, bem como arquivamentos e informações da SEC fornecidos à SEC em um Formulário 8-K.

Conforme observado anteriormente, as empresas estrangeiras listadas em bolsas americanas estão sujeitas às mesmas proibições e requisitos da Regra G⁷. Essas empresas também estão sujeitas aos requisitos do Item 10e do Regulamento SK no que diz respeito à divulgação de métricas não GAAP em Formulários 20-F e declarações de registro para ofertas públicas nos EUA, ou seja, empresas estrangeiras listadas nos EUA devem fornecer uma reconciliação quantitativa não GAAP e a métrica GAAP mais diretamente comparável, com destaque igual ou superior. Eles também devem discutir por que a medida é útil para os investidores e como a medida é usada internamente pela administração.

5 Para maiores detalhes sobre o Regulamento G, consulte o Tópico 8 do Manual de Relatórios Financeiros da SEC, disponível em <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cffinancialreportingmanual.shtml>. O conjunto inicial de C&DIs no Regulamento G foi emitido em janeiro de 2010 e atualizado em julho de 2011, maio de 2016, outubro de 2017 e abril de 2018. Embora os C&DIs não sejam mandatórias, geralmente são vistas pelos profissionais como fornecedoras de diretrizes estritas sobre uso não GAAP.

6 Observe que esses requisitos não se estendem a métricas não GAAP disseminadas por via oral, por telefone ou por meio eletrônico, tais como nas mídias sociais. No entanto, por analogia às notas do Item 2.02 do Formulário 8-K, uma empresa pode cumprir os requisitos do Item 10 (e), vinculando-se ao arquivamento na SEC, ao comunicado à imprensa sobre lucros ou às informações no site da empresa. Veja Brown et al. (2019) para obter mais detalhes sobre divulgações não GAAP nas mídias sociais.

7 Existem algumas isenções limitadas. Especificamente, as empresas estrangeiras negociadas nos dois países são isentas do Regulamento G se todas as três condições a seguir forem atendidas: (1) as ações ou títulos de dívida da empresa estão listados em uma bolsa fora dos EUA; (2) a métrica não GAAP não é derivada ou baseada em uma medida preparada e apresentada de acordo com o US GAAP, e (3) a métrica não GAAP foi divulgada fora dos EUA. Esses critérios de isenção ainda se aplicarão, mesmo se a métrica não GAAP for divulgada simultaneamente ou em brevemente depois nos EUA, desde que os indivíduos localizados nos EUA não sejam o principal alvo da comunicação de evidenciação.

Histórico Regulatório Internacional

O uso de divulgações não GAAP é mais difundido na frente internacional e as empresas têm muito mais latitude na forma como apresentam e calculam essas métricas (consulte Marques, 2017, para obter uma visão geral das práticas não GAAP e orientações de divulgação em jurisdições internacionais, como o Reino Unido, União Europeia, Austrália, Canadá e África do Sul). Por exemplo, a norma IFRS, IAS 33 - Lucro por Ação permite que as empresas apresentem uma medida de lucro por ação (LPA) ajustado nas notas das demonstrações financeiras, desde que a métrica seja acompanhada por uma reconciliação quantitativa e calculada usando o mesmo número de ações como a métrica padrão do EPS.

Como parte de seu projeto de Demonstrações Financeiras Primárias, o Iasb propôs recentemente expandir a divulgação de determinadas métricas não GAAP nas demonstrações financeiras. A Minuta da Apresentação Geral e Evidenciações, de dezembro de 2019, descreve várias atualizações padrão propostas que permitiriam a divulgação de “medidas de desempenho gerencial” em uma única nota das demonstrações financeiras ou na face da demonstração do resultado, se determinadas condições forem atendidas⁸. O objetivo principal das emendas propostas é melhorar a transparência, credibilidade e consistência das comunicações não GAAP nos mercados internacionais, trazendo essas medidas para um único local nas demonstrações financeiras auditadas.

As orientações de divulgação não GAAP na minuta do Iasb são semelhantes em muitos aspectos aos requisitos do Regulamento G. A definição de medidas de desempenho gerencial está alinhada com a definição não GAAP discutida anteriormente, mas com uma exceção importante. A definição proposta pelo Iasb é limitada a subtotais de receitas e despesas e define outras medidas financeiras ajustadas, como receitas ajustadas, fluxos de caixa livres e medidas de balanço ajustadas. Assim, as emendas propostas ainda deixam espaço para a administração divulgar outras métricas não GAAP fora das demonstrações financeiras. Semelhante ao Regular G, a proposta do Iasb determina que os subtotais de receita e despesa ajustados representem fielmente o desempenho financeiro da empresa e não devem induzir os investidores em erro. As empresas também devem fornecer uma reconciliação quantitativa e discutir como as medidas ajustadas são úteis para os investidores.

As orientações propostas pelo IASB também vão além do Regulamento G e abordam várias fraquezas que persistem no contexto regulatório dos EUA. Primeiro, as métricas ajustadas divulgadas nas demonstrações financeiras do IFRS agora serão auditadas, pois serão apresentadas de acordo com os padrões do IFRS, semelhante às medidas de desempenho do segmento. Segundo, a orientação proposta exige que as empresas divulguem separadamente o efeito do imposto de renda e o efeito sobre os interesses dos não controladores de cada item na reconciliação quantitativa. Por fim, as empresas também devem divulgar cálculos comparativos para o período fiscal anterior e fornecer explicações sempre que a administração alterar o cálculo de uma métrica ajustada, introduzir uma nova métrica ou interromper o uso de uma métrica divulgada anteriormente.

8 A orientação IFRS proposta permite que as empresas divulguem uma métrica de desempenho gerencial como um subtotal na demonstração do resultado se a métrica: (1) se encaixar na nova estrutura proposta da demonstração do resultado, (2) não interrompe a apresentação das despesas operacionais com base em a função ou natureza das despesas e (3) é composta por valores que são reconhecidos e mensurados de acordo com as normas IFRS. Dadas essas condições estritas, o Iasb espera que métricas não GAAP raramente sejam apresentadas na face da demonstração do resultado (consulte o parágrafo BC165 da Base de Conclusões à Minuta).

No contexto dos EUA, os auditores não têm responsabilidades de auditar métricas financeiras não GAAP, pois essas medidas aparecem fora das demonstrações financeiras GAAP. Os auditores dos EUA devem, no entanto, ler as informações não GAAP divulgadas em outras partes do relatório anual (por exemplo, na seção MD&A) e considerar se as informações ou sua apresentação são materialmente inconsistentes com as informações que aparecem nas demonstrações financeiras.⁹ Os reguladores dos padrões de auditoria nos EUA, ou seja, o PCAOB e o AICPA estão deliberando, simultaneamente, a expansão das responsabilidades dos auditores com relação às divulgações não GAAP contidas nos relatórios anuais. Uma proporção considerável dos usuários das demonstrações financeiras pesquisados é a favor da expansão dessas responsabilidades. De fato, uma pesquisa do Instituto CFA de 2016 relata que 50% dos administradores de portfólio e analistas de patrimônio acreditam que as métricas financeiras não GAAP devem ser auditadas no mesmo nível que os itens de linha GAAP.¹⁰

A opacidade dos ajustes do imposto de renda e as inconsistências nos cálculos não GAAP das empresas ao longo do tempo colocaram vários desafios para os reguladores dos EUA. Os C&DIs da SEC alertam que inconsistências nos cálculos não GAAP de uma empresa ao longo do tempo podem ser enganosas para os investidores.¹¹ No entanto, evidências de pesquisas sugerem que um número considerável de empresas varia seus ajustes de ano para ano, com algumas empresas envolvidas nessa prática por motivos oportunistas. Especificamente, Black et al. (2020) descobriram que algumas empresas aplicam cálculos não GAAP inconsistentes quando se baseiam em ajustes não GAAP para atender ou superar os *benchmarks* de ganhos comuns. Assim, o esforço do Iasb de exigir que a gerência explique os desvios dos cálculos anteriores não GAAP é uma mudança bem-vinda, pois deve mitigar os comportamentos de ajuste estratégico.

O tratamento dos efeitos do imposto de renda, ao calcular medidas não GAAP, é uma questão cada vez mais espinhosa no contexto dos EUA. Os C&DIs da SEC afirmam que os ajustes não GAAP não devem ser apresentados “líquidos de impostos”, mas os impostos sobre a renda devem ser mostrados como um ajuste separado no cálculo não GAAP¹². No entanto, apesar dessas orientações, a apresentação dos efeitos do imposto de renda é o segundo comentário não GAAP mais comum recebido pelas empresas durante o processo de revisão de arquivamento da SEC. De fato, os dados coletados no S&P 1500 indicam que 23% das empresas que relatam uma métrica não GAAP não divulgam o efeito do imposto de renda ao reconciliar a métrica com o valor GAAP comparável (Chen et al. 2019). Os dados mostram ainda que, das empresas que relatam separadamente os efeitos fiscais de seus ajustes não GAAP, um número significativo aplica, estrategicamente, uma taxa de imposto diferente aos ajustes de lucros e não a taxa de imposto efetiva GAAP ou a taxa de imposto estatutária da empresa. Dadas essas questões, a natureza mais detalhada do requisito proposto pelo Iasb para que as empresas divulguem separadamente o efeito do imposto de renda para cada item de linha de reconciliação é uma vantagem definitiva para aumentar a transparência e a consistência nas práticas internacionais não GAAP.

9 Veja PCAOB Audit Standard 2710 – *Other Information in Documents Containing Auditing Financial Statements*. As responsabilidades do auditor de ler outras informações, como informações financeiras não GAAP, são aplicáveis apenas às informações contidas em relatórios anuais ou outros documentos aos quais o auditor dedica atenção a pedido do cliente (AS 2710.02). Portanto, as responsabilidades dos auditores não se estendem às informações não GAAP que aparecem nos comunicados à imprensa, nas conferências de resultados e em outros locais fora do relatório anual.

10 Cerca de 30% dos participantes da pesquisa preferem algum nível de garantia de auditoria para saber se os controles e procedimentos para calcular e apresentar medidas não GAAP são robustos. O relatório completo do CFA Institute está disponível em <https://www.cfainstitute.org/-/media/documents/article/position-paper/bridging-the-gap-ensuring-non-gaap-and-performance-reporting.ashx>.

11 Vide Pergunta 100.02 dos SEC C&DIs, disponível em <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>.

12 Vide Pergunta 102.11 das C & DIs da SEC, disponível em <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/nongaapinterp.htm>.

O Impacto da Regulamentação e Orientação não GAAP

Os esforços regulatórios nos EUA foram vistos como bem-sucedidos em conter certos abusos não GAAP e aumentar a transparência e a qualidade dos ajustes feitos pelas empresas. Uma grande quantidade de pesquisas acadêmicas mostra que a qualidade das métricas não GAAP aumentou significativamente após os conselhos de advertência da SEC em 2001 e após a promulgação da Regra G. Esse corpo de pesquisa também mostra que os investidores depositam mais confiança nas métricas não GAAP no período pós Regulamento G e são menos propensos a interpretar mal essas medidas¹³. Essa evidência é amplamente consistente com um aumento na qualidade e transparência dessas métricas. A Figura 2 apresenta uma linha do tempo da regulamentação não GAAP e da qualidade de divulgação não GAAP nos EUA¹⁴.

As evidências acadêmicas sobre o sucesso dos esforços regulatórios internacionais são limitadas, pois grande parte das orientações existentes não é obrigatória ou foi promulgada apenas recentemente. As regulações da Austrália e da Nova Zelândia são exceções, pois diretrizes não obrigatórias sobre divulgações não GAAP foram emitidas nesses países em 2011 e 2013, respectivamente, permitindo assim um período pós-regulatório suficiente para avaliar os efeitos regulatórios.¹⁵ Estudos realizados por Rainsbury (2017) e Yang e Abeysekera (2018) constatam que a qualidade das medidas não GAAP melhorou nesses países após a emissão de diretrizes não GAAP, embora os efeitos sejam limitados, dada a natureza voluntária das diretrizes.

Apesar dos sucessos regulatórios, os abusos não GAAP ocorreram em vários momentos, levando os reguladores a intensificar seu escrutínio sobre como essas medidas são calculadas e apresentadas aos investidores. Após a crise financeira de 2008, o uso e destaque de métricas não GAAP, bem como a magnitude dos ajustes, aumentaram acentuadamente entre IPOs dos EUA e empresas abertas, provocando novas preocupações por parte dos reguladores (ver Bentley et al. 2018, Brown et al. 2020). Essas preocupações resultaram na xSEC emitindo vários avisos em discursos (veja, por exemplo, Bricker 2015, White 2015, 2016) e publicando os C&DIs para abordar uma série de questões, como os tipos de métricas não GAAP que a equipe da SEC vê como enganosas, apresentação da métrica GAAP com igual destaque e proibição de determinadas medidas ajustadas por ação. Essa redefinição das expectativas regulatórias foi amplamente bem-sucedida, já que os relatórios da Audit Analytics indicam que a proeminência indevida de métricas não GAAP nos *press releases* diminuiu drasticamente após 2016, juntamente com as cartas de comentários da SEC sobre esse assunto (Whalen et al. 2017, Hallas e Usvyatsky 2018)¹⁶.

Tendências não GAAP em IPOs e empresas abertas

O uso de medidas não GAAP é difundido em empresas abertas americanas e internacionais. Estatísticas recentes da *Audit Analytics* e da PwC indicam que 97% do S&P 500 e 95% do FTSE 100 divulgaram pelo menos uma métrica financeira não GAAP em divulgações de resultados ou em relatórios anuais (Usvyatsky e Coleman 2018, PwC 2016a). Uma análise mais abrangente das empresas públicas dos EUA por Bentley et al. (2018) constatou que aproximadamente 50% de todos os arquivadores da SEC divulgaram uma métrica de ganhos não GAAP em pelo menos uma divulgação trimestral de resultados a partir de 2013. A Figura 3 apresenta essas estatísticas e as discutidas abaixo.¹⁷

13 Essa pesquisa inclui Black et al. (2012, 2017), Marques (2006), Heflin e Hsu (2008) e Kolev et al. (2008).

14 Esse número é adaptado da discussão de Hallman et al., De Ted Christensen. (2018) na Conferência PCAOB 2017. Agradeço ao professor Christensen por compartilhar esse gráfico.

15 A Comissão de Valores Mobiliários Australiana publicou o *Regulatory Guide 230: Disclosing Non-IFRS Financial Information* em 2011. A Autoridade dos Mercados Financeiros da Nova Zelândia publicou o *Guidance Note: Disclosing Non-GAAP Financial Information* em 2013.

16 A porcentagem de empresas que receberam comentários da equipe da SEC sobre destaque não GAAP diminuiu de cerca de 38% no segundo semestre de 2016 para 22% no primeiro semestre de 2018.

17 A amostra de dados de Bentley et al. (2018) é composta por todas as empresas do universo Compustat e I/B/E/S. O percentual do S&P 500 do Audit Analytics é baseado em divulgações de resultados anuais emitidas em 2017, enquanto o percentual do FTSE 100 da PwC é baseado em dados de 2016.

O uso não GAAP também é comum para empresas privadas que são abertas no mercado de capitais dos EUA. Um estudo recente de Brown et al. (2020) conclui que 61% dos IPOs em 2012 divulgaram uma métrica de resultados ajustados no prospecto, em comparação com apenas 23% dos IPOs realizados em 2003. Esse aumento é bastante acentuado, representando um aumento de 265% no uso não GAAP no IPO registros. A tendência para IPOs de tecnologia é ainda mais impressionante, pois cerca de 48% divulgaram uma métrica de ganhos não GAAP em 2012 em comparação com 12% em 2003 – um aumento de quatro vezes em apenas 10 anos. Como Brown et al. (2020) documentam, as práticas não GAAP das empresas de IPO divergem, significativamente, das de empresas já abertas. Especificamente, as empresas de IPO excluem itens de linha mais recorrentes ao calcular a métrica de ganhos não GAAP e tendem a fazer ajustes nos resultados que geralmente não são feitos por empresas abertas. Os ajustes incomuns incluem a exclusão de bônus de executivos, despesas relacionadas a aquisição e acréscimos de receitas diferidas. Essas práticas refletem a maior necessidade de IPOs para sinalizar o valor positivo da empresa, convertendo perdas GAAP em lucros não GAAP, especialmente quando a empresa está gerando fluxos de caixa operacionais GAAP positivos.

Os benefícios e as armadilhas do uso de métricas não GAAP

O uso de métricas não GAAP tem vários prós e contras para as empresas, especialmente aquelas que estão entrando no mercado de capitais pela primeira vez. Os benefícios a seguir são geralmente apresentados por proponentes de informações não GAAP e geralmente são confirmados por pesquisas acadêmicas.

Mostra resultados sustentáveis ou repetíveis. Medidas de desempenho alternativas podem fornecer uma perspectiva útil da capacidade de uma empresa de gerar fluxos de receita repetíveis ou recorrentes. Isso é especialmente importante para as empresas de IPO que acumulam quantias significativas de despesas durante sua fase de crescimento. A Tabela 2 fornece uma visão geral das reconciliações de ganhos não GAAP divulgadas nos prospectos de IPO de dois IPOs de tecnologia concluídos em 2019, Uber e Lyft. Ambas as empresas divulgaram medidas de EBITDA ajustado, que excluem itens considerados de natureza transitória ou não recorrente, como reestruturação e encargos relacionados a aquisição e alterações nas reservas reguladoras e de seguros. Os ajustes da remuneração baseada em ações também representam uma proporção significativa das despesas excluídas pelas duas empresas, o que não é atípico devido ao uso extensivo de opções de ações como ferramenta de recrutamento em empresas de tecnologia e como forma de compensar os fundadores e executivos antes de abrir o capital. Enquanto alguns críticos veem a remoção da remuneração baseada em ações dos ganhos não GAAP como menos justificável, existe amplo consenso na literatura acadêmica e na prática que o ajuste para itens transitórios é razoável para demonstrar ganhos sustentáveis. Observe que as medidas de EBITDA ajustado da Uber apresentaram um fluxo de receita mais suave ao longo do período de três anos em comparação com os números padrão de receita líquida GAAP.

Os administradores podem contar melhor a história da empresa. As métricas não GAAP *não apenas permitem que a* administração sinalize desempenho central e repetível, mas também permitem à administração (1) explicar mais claramente os efeitos financeiros incomuns que não são representativos das tendências subjacentes dos negócios e (2) transmitir melhor itens financeiros que são mais importantes para entender as principais operações da empresa. Portanto, os gestores devem prestar muita atenção em como eles comunicam métricas não GAAP como discussões sobre por que a medida é útil para os investidores e explicações sobre os ajustes são essenciais para melhorar a capacidade dos investidores de entender e usar essas medidas. Discussões sobre como a métrica ajustada é usada internamente também fornecem informações úteis sobre como o negócio é gerenciado; pode ser difícil obter essas informações a partir das medidas padrão GAAP.

Remove efeitos comerciais voláteis. As métricas ajustadas geralmente removem itens transitórios ou não recorrentes que induzem a volatilidade nos fluxos de lucro e fluxo de caixa das empresas. A remoção desses efeitos voláteis demonstrou aumentar a capacidade dos investidores em prever o desempenho financeiro futuro das empresas. Os itens transitórios estão, às vezes, fora do controle da gestão, e a remoção desses itens das medidas de desempenho baseadas no GAAP pode promover uma visão de longo prazo entre os gestores. Ou seja, cálculos não GAAP podem dar à administração a oportunidade de se concentrar em atividades de aumento de valor a longo prazo, como reestruturações, sem preocupações com os custos de curto prazo que podem reduzir as medidas de desempenho financeiro. De fato, pesquisas constataam que os conselhos das empresas têm maior probabilidade de usar medidas de resultados ajustados para avaliação do desempenho gerencial quando os ganhos GAAP são mais voláteis (Curtis et al. 2018).

Não obstante os benefícios discutidos acima, o uso de métricas não GAAP pode representar vários problemas para as empresas. Os desafios incluem, entre outros, os discutidos abaixo.

Pode ser percebido como “vitrine”. O uso oportunista de medidas não GAAP por algumas empresas levou alguns investidores a ficarem céticos sobre os motivos subjacentes da administração e o valor dessas medidas. No entanto, os gestores podem mitigar essas percepções negativas, cumprindo diretrizes e mandatos regulatórios, comunicando ajustes claramente aos investidores, usando cálculos não GAAP consistentes de período para período e ajustando consistentemente itens que diminuem e aumentam a métrica não GAAP. Reguladores, definidores de padrões e profissionais recomendam fortemente que as empresas e seus comitês de auditoria desenvolvam políticas de divulgação não GAAP para garantir a consistência e a transparência das medidas não GAAP (ver PwC 2016b, CAQ 2018).

Pode confundir investidores iniciantes ou desencadear reação de investidores. Estudos constataam que investidores não profissionais ou menos sofisticados confiam mais em métricas não GAAP em comparação com investidores institucionais sofisticados (Bhattacharya et al. 2007). Os investidores de varejo também são mais propensos a interpretar mal os ajustes usados para calcular métricas não GAAP. Essas descobertas são importantes para empresas abertas com uma base de investidores inclinada para investidores não profissionais. Nesses casos, a administração deve considerar cuidadosamente a transparência e a consistência de suas divulgações não GAAP para ajudar os investidores iniciantes a entender melhor o desempenho financeiro da empresa. Embora os investidores sofisticados sejam menos dependentes de medidas não GAAP, os investidores de IPO (que são principalmente instituições de grande porte) parecem usar essas medidas como sinais de valor da empresa, devido à falta geral de informações financeiras confiáveis sobre empresas fechadas fora do prospecto. Mas os investidores em IPO podem penalizar os novos emissores severamente por divulgações não GAAP agressivas. De fato, Brown et al. (2020) descobriram que os investidores subestimam significativamente os IPOs que divulgam ajustes excessivos não GAAP e que essa penalidade de avaliação é mais severa para os IPOs de tecnologia.

Vamos revisitar o caso da Uber e da Lyft. Conforme observado na Tabela 2, o EBITDA ajustado da Uber para o ano fiscal de 2018 incluiu mais cinco itens de linha de reconciliação em comparação com o valor ajustado da Lyft (12 *versus* 7 itens de linha).¹⁸ A Uber também divulgou 11 diferentes métricas financeiras não GAAP durante o preenchimento do prospecto, enquanto a Lyft apresentou apenas 5 números não GAAP. Reguladores, mídia de negócios e comunidade de investimentos consideraram as divulgações não GAAP da Uber mais agressivas e forçadoras de barra (McKenna 2019). A Uber, surpreendentemente, diminuiu seu preço de oferta no primeiro dia de negociação, fechando em US\$41,57 em comparação com um preço de oferta final de US\$45. A Lyft, por outro lado, exibiu valores crescentes de ações durante o processo de abertura de capital e fechou a um preço de ação mais alto no primeiro dia de negociação (US\$78,29 em comparação ao preço de oferta de US\$72).

18 A *Audit Analytics* relata uma média de nove itens de linha de conciliação (incluindo itens de valor zero em dólar) para métricas de renda ajustadas apresentadas pelas empresas S&P 500 durante 2017 (Usvyatsky e Coleman 2018). Assim, uma comparação de benchmark sugere que os ajustes não GAAP do Uber foram mais excessivos em comparação com empresas já públicas.

Pode aumentar o escrutínio regulatório. Dada a natureza controversa das métricas não GAAP, as empresas devem estar preparadas para um escrutínio regulatório mais elevado se optarem por apresentar métricas financeiras ajustadas em suas divulgações. Conforme relatado pelo Audit Analytics, os problemas relacionados às medidas não GAAP representam o segundo maior número de comentários da equipe da SEC durante o processo de revisão de arquivos (McKeon e Usvyatsky 2018). Novamente, a administração deve cumprir totalmente as diretrizes regulatórias e adotar políticas e controles robustos de divulgação não GAAP para mitigar os custos potenciais associados ao escrutínio regulatório. No contexto do IPO, todos os registros do prospecto estão sujeitos à revisão da equipe da SEC, e a apresentação de medidas não GAAP no prospecto pode gerar sinais de alerta, resultando em possíveis atrasos na listagem do IPO. Esse foi o caso do IPO da Uber; a empresa passou por um longo processo de revisão de cartas de comentários (seis rodadas no total), com muitos dos comentários focando nas apresentações não GAAP do Uber (McKenna 2019).

Reduz a comparabilidade entre empresas. Uma desvantagem frequentemente discutida das medidas não GAAP é a dificuldade em comparar medidas financeiras ajustadas entre empresas. As medidas não GAAP, por sua própria natureza, não são padronizadas e são personalizadas individualmente pela administração. Isso pode criar dificuldades para os investidores compararem o desempenho de várias empresas. Para aliviar essas questões, os profissionais recomendam que as empresas, incluindo IPOs, tentem ao máximo comparar os cálculos e títulos não GAAP das medidas comumente usadas pelos pares da indústria (PwC 2014). Se a medida da empresa se desviar do cálculo padrão do setor, a gestão deve explicar claramente esses desvios para que os investidores possam fazer os ajustes necessários para tornar as medidas comparáveis entre as empresas.

Conclusões

As métricas financeiras não GAAP estão aqui para ficar. Não se espera que o uso diminua e continuará a aumentar à medida que mais empresas encontrem maneiras de contar melhor suas histórias aos investidores. A qualidade e a transparência das apresentações não GAAP continuarão a melhorar à medida que as empresas estabelecerem políticas não GAAP robustas e à medida que os reguladores e definidores de padrões aprimorem as diretrizes de divulgação. As métricas financeiras não GAAP contam com o apoio geral de reguladores e definidores de padrões e muitos concordam que essas métricas são úteis se divulgadas de maneira disciplinada. Como observa o presidente do Iasb, Hans Hoogervorst: “Não queremos eliminar [não GAAP]. [...] Dá uma visão adicional.”¹⁹

Referências

- Bentley, J., T. Christensen, K. Gee, and B. Whipple. 2018. Disentangling managers’ and analysts’ non-GAAP reporting. *Journal of Accounting Research* 56: 1039-1081.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler. 2004. Empirical evidence on recent trends in pro forma reporting. *Accounting Horizons* 18: 27-43.
- Bhattacharya, N., E. Black, T. Christensen, and R. Mergenthaler. 2007. Who trades on pro forma earnings information? *The Accounting Review* 82: 581-619.
- Black, D., T. Christensen, J. Ciesielski, and B. Whipple. 2018. Non-GAAP reporting: Evidence from academia and current practice. *Journal of Business, Finance & Accounting* 45: 259-294.
- Black, D., T. Christensen, J. Ciesielski, and B. Whipple. 2020. Non-GAAP earnings: A consistency and comparability crisis? Working paper, University of Georgia.

¹⁹ Veja EACLN (2017) para obter um resumo do diálogo não GAAP entre o Sr. Hoogervorst e os presidentes dos comitês de auditoria dos principais comitês europeus.

- Black, D., E. Black, T. Christensen, and W. Heninger. 2012. Has the regulation of pro forma reporting in the US changed investors' perceptions of pro forma earnings disclosures? *Journal of Business, Finance & Accounting* 39: 876–904.
- Black, E., T. Christensen, P. Kiosse, and T. Steffen. 2017. Has the regulation of non-GAAP disclosure influenced managers' use of aggressive earnings exclusions? *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 32: 209–240.
- Bricker, W. R. 2015. Remarks before the 2016 Baruch College Financial Reporting Conference. Speech, May 5, Securities and Exchange Commission, New York, NY. Available at <https://www.sec.gov/news/speech/speech-bricker-05-05-16.html>.
- Brown, N., T. Christensen, W. Elliott, and R. Mergenthaler. 2012. Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research* 50: 1-40.
- Brown, N., T. Christensen, T. Steffen, and A. Menini. 2020. Non-GAAP earnings disclosure and the valuation of IPOs. Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Brown, N., W. Elliott, and S. Grant. 2019. Gaming regulation with image-based tweets. Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Center for Audit Quality (CAQ). 2018. Non-GAAP Measures: A Roadmap for Audit Committees. Available at <https://www.thecaq.org/non-gAAP-measures-roadmap-audit-committees/>.
- Chen, N., P. Chiu, T. Shevlin, and J. Wang. 2019. Evidence of non-compliance and strategic behavior on tax rates applied to non-GAAP exclusion items. Working paper, University of Houston.
- Curtis, A., V. Li, and P. Patrick. 2018. The use of adjusted earnings in performance evaluation. Working paper, University of Washington.
- European Audit Committee Leadership Network (EACLN). 2017. ViewPoints: Dialogue with the IASB. Available at [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-eacln-viewpoints-dialogue-with-the-iasb/\\$FILE/ey-eacln-viewpoints-dialogue-with-the-iasb.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-eacln-viewpoints-dialogue-with-the-iasb/$FILE/ey-eacln-viewpoints-dialogue-with-the-iasb.pdf).
- Fedyk, T., Z. Singer, and M. Soliman. 2017. The sharpest tool in the shed: IPO financial statement management of STEM vs. non-STEM firms. *Review of Accounting Studies* 22: 1541-1581.
- Hallas N., and O. Usvyatsky. 2018. Trends in SEC non-GAAP comment letters 2016-2018. Audit Analytics: Sutton, MA. Available at <https://blog.auditanalytics.com/trends-in-sec-non-gAAP-comment-letters-2016-2018/>
- Hallman, N., J. Schmidt, and A. Thompson. 2018. Does non-GAAP reporting result in less conservative auditor materiality judgments? Evidence from the U.K. Working paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Heflin, F., and C. Hsu. 2008. The impact of the SEC's regulation on non-GAAP disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 46: 349-365.
- Kolev, K., C. A. Marquardt, and S. McVay. 2008. SEC scrutiny and the evolution of non-GAAP reporting. *The Accounting Review* 83: 157-184.
- Marques, A. 2006. SEC interventions and the frequency and usefulness of non-GAAP financial measures. *Review of Accounting Studies* 11: 549-574.
- Marques, A. 2017. Non-GAAP earnings: International overview and suggestions for future research. *Meditari Accountancy Research* 25: 318-335.
- McKenna, F. 2019. Uber received more scrutiny from the SEC than Lyft during the IPO process. *MarketWatch*, July 15.

- McKeon, J. and O. Usvyatsky. 2018. A look at top SEC comment letter issues in 2018. Audit Analytics: Sutton, MA. Available at <https://blog.auditanalytics.com/a-look-at-top-sec-comment-letter-issues-in-2018/>
- PricewaterhouseCoopers LLP (PwC). 2014. Non-GAAP financial measures: Enhancing their usefulness. PwC Point of View.
- PricewaterhouseCoopers LLP (PwC). 2016a. An alternative picture of performance. <https://www.pwc.co.uk/audit-assurance/assets/pdf/an-alternative-picture-of-performance.pdf>.
- PricewaterhouseCoopers LLP (PwC). 2016b. To GAAP or non-GAAP? The SEC is watching. PwC Governance Insights Center. Available at <https://www.pwc.com/us/en/services/governance-insights-center/library/audit-committee-excellence/to-gaap-or-non-gaap-the-sec-is-watching.html>
- Rainsbury, E. 2017. The impact of the FMA guidelines on non-GAAP earnings disclosures. *Australian Accounting Review* 83: 480-493.
- Usvyatsky, O. and D. Coleman. 2018. Long-term trends in non-GAAP disclosures: A three-year overview. Audit Analytics: Sutton, MA.
- Whalen, D., O. Usvyatsky, and D. Coleman. 2017. Corporate implementation of SEC's Compliance & Disclosure Interpretations regarding non-GAAP financial measures. Audit Analytics: Sutton, MA.
- White, M. J. 2015. Keynote address at the 2015 AICPA National Conference: Maintaining high-quality, reliable financial reporting: A shared and weighty responsibility. Available online at <https://www.sec.gov/news/speech/keynote-2015-aicpa-white.html>.
- White, M. J. 2016. Keynote address, International Corporate Governance Network Annual Conference: Focusing the lens of disclosure to set the path forward on board diversity, non- GAAP, and sustainability. Available online at <https://www.sec.gov/news/speech/chair-white-icgn-speech.html>
- Yang, Y., and I. Abeysekera. 2018. Effect of non-IFRS earnings reporting guidelines on underlying earnings reporting quality: The case of Australian listed firms. *Journal of International Financial Management & Accounting* 29: 312-338.



Figura 1. O que é (não) uma medida não GAAP?

Nota: Essa ilustração é baseada na definição do Regulamento G de uma métrica financeira não GAAP, conforme descrito no Tópico 8 do Manual de Relatórios Financeiros da SEC, disponível em <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cffinancialreporting manual.shtml>.

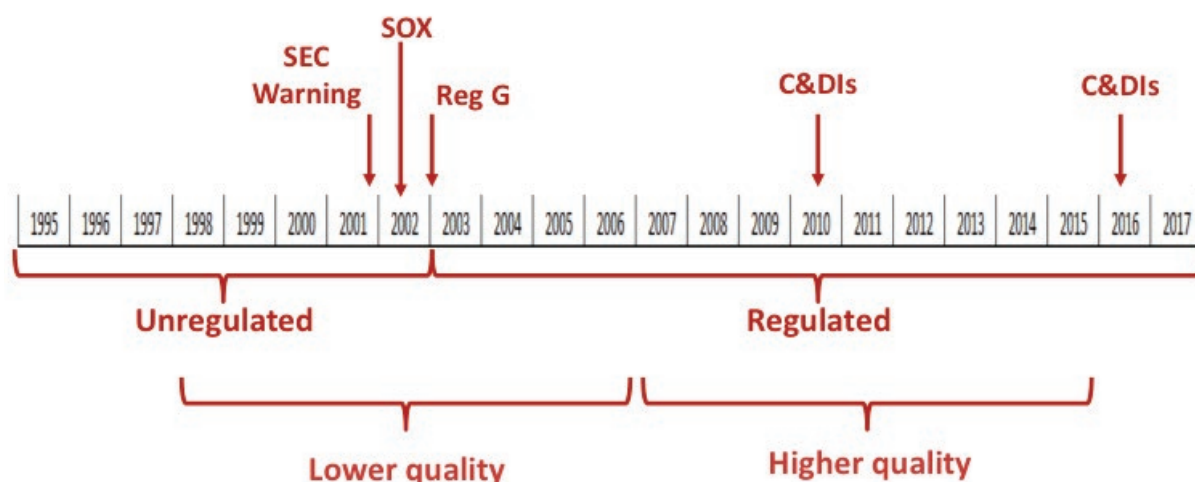


Figura 2. Linha do tempo da regulamentação não GAAP dos EUA e da qualidade não GAAP

Nota: Essa linha do tempo reflete pesquisas acadêmicas sobre a qualidade de medidas não GAAP com base em amostras de dados de empresas dos EUA no período de 1998 a 2015. **Tradução:** Alerta da SEC – Não-regulado – Regulado – Qualidade inferior – Qualidade superior

95% FTSE 500	97% S&P 500	50% Todos os depositantes na SEC	61% U.S. IPOs
-----------------	----------------	-------------------------------------	------------------

Figura 3. Tendências do Uso não GAAP por IPOs e Empresas Públicas

Nota: O percentual do S&P 500 é proveniente do Audit Analytics e baseia-se nas divulgações anuais de resultados emitidos em 2017 (Usvyatsky e Coleman 2018). A estatística FTSE 100 é originária da PwC UK (2016) e baseia-se em dados coletados de relatórios anuais para o final do ano entre abril de 2014 e março de 2015. A porcentagem de todos os arquivadores da SEC é de Bentley et al. (2018) e com base em dados coletados de divulgações trimestrais de resultados para todas as empresas nos bancos de dados Compustat e I/B/E/S. O Bentley et al. (2018) dados excluem empresas que divulgam medidas de EBITDA, pois essa métrica não GAAP era comum muito antes do início da tendência não GAAP na década de 90. A porcentagem para IPOs dos EUA é obtida de Brown et al. (2020) e com base em dados coletados dos prospectos de IPOs que passaram pelo processo de *book-building* em 2012.

Tabela 1

Diretrizes não GAAP da SEC dos EUA

Onde aparece não GAAP?	Norma aplicável
<ul style="list-style-type: none"> • <i>conference call</i> de resultados • entrevistas de mídia • <i>roadshows</i> de investidores / <i>webcasts</i> • diretrizes de resultados • mídia social 	Regulação G
<ul style="list-style-type: none"> • <i>press releases</i> de resultados 	Item 2.02 do Formulário 8-K
<ul style="list-style-type: none"> • arquivamentos SEC (10-Q/K, arquivamentos de IPO, etc.) 	Regulação S-K (Item 10e)

Requerimentos não GAAP	Todas as divulgações	Documentos da SEC e Formulário 8-K
Não ser enganoso	X	X
Métrica GAAP mais diretamente comparável	X	X
Reconciliação quantitativa com a métrica GAAP	X	X
Destaque igual ou maior à métrica GAAP		X
Explicar que por que a métrica é útil para os investidores		X
Como a métrica é usada internamente		X

Nota: Esse resumo regulamentar do Regulamento G é baseado nas diretrizes detalhadas no Tópico 8 do Manual de Relatórios Financeiros da SEC, disponível em <https://www.sec.gov/divisions/corpfin/cffinancialreporting manual.shtml>.

Tabela 2

Reconciliações de ganhos não GAAP para IPOs de Uber e Lyft

	Uber		
	Year Ended December 31,		
	2016	2017	2018
	(in millions)		
Adjusted EBITDA Reconciliation:			
Net income (loss) attributable to Uber Technologies, Inc.	\$ (370)	\$ (4,033)	\$ 997
Add (deduct):			
(Income) loss from discontinued operations, net of income taxes	(2,876)	—	—
Net income (loss) attributable to non-controlling interest, net of tax	—	—	(10)
Benefit from (provision for) income taxes	28	(542)	283
Income (loss) from equity method investment, net of tax	—	—	42
Interest expense	334	479	648
Other income (expense), net	(139)	16	(4,993)
Depreciation and amortization	320	510	426
Stock-based compensation expense	128	137	172
Legal, tax, and regulatory reserves and settlements	49	440	340
Asset impairment/loss on sale of assets	9	340	237
Acquisition and financing related expenses	—	4	15
Restructuring charges	—	7	(4)
Adjusted EBITDA	<u>\$ (2,517)</u>	<u>\$ (2,642)</u>	<u>\$ (1,847)</u>

Lyft

The following table provides a reconciliation of net loss to Adjusted EBITDA:

	Year Ended December 31,		
	2016	2017	2018
	(in millions)		
Net loss	\$ (682.8)	\$ (688.3)	\$ (911.3)
Adjusted to exclude the following:			
Interest income, net	(7.0)	(20.2)	(66.5)
Other income, net	(3.2)	(0.3)	(0.7)
Provision for income taxes	0.4	0.6	0.7
Depreciation and amortization	0.5	2.6	18.8
Stock-based compensation	9.4	9.5	8.6
Changes to insurance reserve attributable to historical periods ⁽¹⁾	17.2	—	3.4
Costs related to acquisitions	—	—	3.5
Adjusted EBITDA	<u>\$ (665.5)</u>	<u>\$ (696.1)</u>	<u>\$ (943.5)</u>

(1) \$17.2 million of insurance expense recorded in 2016 reflects changes to reserves estimates of claims from 2015 and earlier periods and \$3.4 million of insurance expense recorded in 2018 reflects changes to reserves estimates of claims from 2017 and earlier periods.

Notas: As reconciliações não GAAP para EBITDA ajustado são retiradas dos prospectos de IPO do Uber (arquivado em 13 de maio de 2019) e Lyft (arquivado em 29 de março de 2019).

O papel do estágio docência no desenvolvimento de competências didático-pedagógicas no contexto da pós-graduação em Contabilidade

Layne Vitória Ferreira

<https://orcid.org/0000-0002-2397-8410> | E-mail: lyvferreira@gmail.com

Edvalda Araújo Leal

<https://orcid.org/0000-0002-7497-5949> | E-mail: edvalda@ufu.br

Raíssa Silveira de Farias

<https://orcid.org/0000-0001-9722-442X> | E-mail: farias.issa@gmail.com

Resumo

Objetivo: Identificar as competências desenvolvidas no estágio docência para a formação didático-pedagógica por meio da percepção dos pós-graduandos da área contábil e professores orientadores/supervisores do estágio.

Método: A pesquisa foi realizada em duas etapas: na primeira, foram realizados dois grupos focais com a participação de discentes de um Programa de Pós-graduação em Contabilidade (PPGCC) e a segunda consistiu em entrevistas semiestruturadas com cinco docentes do mesmo programa, supervisores de estágio. A análise dos dados resultou em três categorias: a função do estágio docência; as habilidades e competências proporcionadas pelo estágio na formação docente; e a visão dos sujeitos do estudo a respeito dos desafios enfrentados durante o estágio.

Resultados: Verificou-se que o estágio docência pode contribuir para a formação do discente ao associar o conhecimento teórico à prática do ensino, estimulando o desenvolvimento de competências requeridas na docência. Identificaram-se fragilidades na estrutura pedagógica proposta para o oferecimento do estágio docência na pós-graduação.

Contribuições: A pesquisa contribui para a reflexão sobre o aprimoramento do processo de estágio docência, ao propor que seus objetivos educacionais estejam mais claros e que um mecanismo de sistematização desse processo seja desenvolvido pelos Programas de Pós-graduação, a fim de assegurar ao discente um acompanhamento adequado por parte do professor que o orienta/supervisiona.

Palavras-chave: Estágio docência, Aprendizagem experiencial, Competências didático-pedagógicas, Ensino contábil.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 7/1/2020. Pedido de Revisão em 13/1/2020. Resubmetido em 29/2/2020. Aceito em 20/4/2020 por Dra. Bruna Camargos Avelino (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

A formação pedagógica do professor que atua no ensino superior tornou-se alvo de várias pesquisas na área educacional (Ferreira & Hillen, 2015; Nganga; Botinha; Miranda & Leal, 2016; Patrus & Lima; 2014). A principal exigência requerida para o exercício da docência nesse nível de ensino era o curso de bacharelado e a experiência profissional (Masetto, 2012). Acreditava-se que o conhecimento em determinada área era suficiente para ensinar, o que contribuía para que o recrutamento dos professores se pautasse na sua competência profissional (Gil, 2008). Dessa forma, os docentes aprendiam a ensinar por meio da prática e, embora isso contribuísse de alguma forma para que eles se tornassem professores, eles não tinham a qualificação pedagógica sistematizada (Pimenta, 2009).

O ato de ensinar é, portanto, um processo complexo, pois não se restringe ao conhecimento acerca de um determinado conteúdo, mas abrange ainda aspectos como a aprendizagem dos alunos, a forma como essa aprendizagem será conduzida e a escolha das estratégias de ensino que viabilizarão o processo de ensino-aprendizagem (Zabalza, 2003).

Para tanto, torna-se necessária a formação para o exercício da docência, a qual deve ocorrer, prioritariamente, em Programas de Pós-graduação *stricto sensu*, conforme determina a Lei de Diretrizes e Bases da Educação Nacional (LDB), de 1996. Essa diretriz é também estabelecida pela Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior (Capes), que justifica a necessidade do oferecimento de mestrados e doutorados eficientes e de qualidade para a “formação de professorado competente que possa atender à demanda no ensino básico e superior, garantindo, ao mesmo tempo, a constante melhoria da qualidade” (Capes, 2014).

No entanto, a própria Capes tem fomentado uma política mais direcionada para formação de pesquisadores e com menor incentivo à formação docente para o ensino superior (Ferreira & Hillen, 2015). Somado a isso, a ausência de indicadores de avaliação que envolvam a formação de docentes nos Programas de Pós-graduação (PPGs) no Brasil, torna esse cenário ainda mais distante do idealizado, especialmente, nos Programas de Pós-graduação em Contabilidade (PPGCCs), uma vez que são empreendidas poucas ações formais com o propósito de qualificar mestrados e doutorandos para a prática docente (Nganga *et al.*, 2016).

Diversos estudos destacam o foco dado à formação do pesquisador por parte dos Programas de Pós-graduação em detrimento à formação voltada para a docência, ressaltando a necessidade de ser suprida essa lacuna na formação didático-pedagógica do professor que atua no ensino de Contabilidade (Andere & Araujo, 2008; Laffin & Gomes, 2014; Lapini, 2012; Miranda, 2010; Miranda, Nganga *et al.*, 2016).

Um componente didático-pedagógico que tem sido utilizado pelos Programas de Pós-Graduação, com vistas à qualificação docente é o estágio docência ou estágio supervisionado. O estágio docência tem como intuito preparar o aluno de pós-graduação para o exercício da docência, tornando-o apto para atuar na educação em nível de ensino superior (Capes, 2014). No entanto, Nganga *et al.* (2016) constataram grande heterogeneidade na forma como o estágio docência tem sido desenvolvido nos Programas de Pós-graduação *stricto sensu* em Ciências Contábeis.

Com base nesse contexto, o presente estudo busca identificar as competências desenvolvidas no estágio docência para a formação didático-pedagógica por meio da percepção dos pós-graduandos *stricto sensu* da área contábil e professores orientadores/supervisores do estágio.

Dentre as bases de dados pesquisadas (*Science Direct*, *Redalyc*, Portal de Periódicos da Capes, Portal Scielo e *Google Acadêmico*), constatou-se que poucos estudos na área contábil se dedicaram a verificar os componentes pedagógicos ofertados pelos PPGCCs (Comunelo, Espejo, Voese & Lima, 2012; Miranda, 2010; Nganga *et al.*, 2016). Nessas mesmas bases, não foram encontradas pesquisas que investigassem o papel do estágio docência na formação docente, no âmbito desses programas.

Entende-se que investigar a percepção dos discentes e professores do PPGCC quanto às competências docentes desenvolvidas durante o estágio docência é relevante, em virtude da expansão do ensino superior ter promovido um crescimento na demanda por profissionais aptos para atuar nesse nível de ensino. Todavia, torna-se preocupante a forma como essa demanda tem sido atendida, tendo em vista que não há uma avaliação razoável acerca da formação desses profissionais (Santana & Araújo, 2011). Diante disso, este estudo pretende evidenciar a contribuição do estágio docência no desenvolvimento de competências exigidas na docência. Ademais, espera-se ainda contribuir para que as instâncias reguladoras, bem como as instituições de ensino revejam e desenvolvam ações sistemáticas que assegurem a promoção e a valorização da formação docente nos PPGs do Brasil.

A base teórica escolhida para fundamentar a presente pesquisa é a teoria da Aprendizagem Experiencial desenvolvida por David Kolb (1984), aliada às competências necessárias à docência propostas por Zabalza (2003). Cabe ressaltar que o estudo não teve como propósito a aplicação prática da teoria da Aprendizagem Experiencial e, sim, utilizar-se de seus pressupostos, uma vez que o estágio docência é uma experiência que pode enriquecer o processo de aprendizagem do aluno.

2. Base Teórica

Esta seção é composta pelas discussões sobre formação docente, estágio docência e as competências didático-pedagógicas, bem como pela teoria da Aprendizagem Experiencial.

2.1 Formação de professores, estágio docência e as competências didático-pedagógicas

A formação didático-pedagógica é pré-requisito para a docência (Masetto, 2012). No entanto, apesar de estar prevista na LDB a responsabilidade dos PPGs pela formação docente, estudos na área contábil revelam que, nesses programas, prevalece a formação de pesquisadores (Andere & Araujo, 2008; Miranda, 2010; Nganga *et al.* 2016). Isso reforça a necessidade de ampliação de espaços para formação do docente de ensino superior, em especial, a formação pedagógica de bacharéis que exercem a atividade docente e não recebem esse tipo de qualificação em nível de graduação e pós-graduação (Hillen, Laffin & Ensslin, 2018; Nganga *et al.*, 2016)

Diante desse contexto, o estágio docência é considerado um componente curricular aliado à preparação para a docência, sendo requerido como obrigatório para os alunos bolsistas Capes Demanda Social e opcional, para os demais, de acordo com a Portaria MEC/CAPES n.º 76/2010. Importante destacar que o estágio é desenvolvido por discentes de pós-graduação *stricto sensu*, cujo desempenho é acompanhado pelo professor que os orienta/supervisiona durante a realização do referido componente curricular (Wall, Prado & Carraro, 2008).

Ao considerar o estágio como componente curricular capaz de contribuir para a formação docente, este estudo tem como objetivo identificar as competências desenvolvidas pelos discentes de um curso de pós-graduação em Ciências Contábeis nesse espaço formativo.

Os enfoques relacionados à formação de professores devem visar à qualificação, capacitando-os para identificar seus objetivos profissionais, para a escolha de metodologias adequadas, para o conhecimento do conteúdo a ser ensinado, bem como para que compreendam as orientações culturais e cognitivas dos estudantes (Liston & Zeichner, 1990). Assim, a qualificação didático-pedagógica é caracterizada por saberes docentes, que servem de base de conhecimento para o ensino reflexivo (Hillen *et al.*, 2018).

Dentre as diversas tipologias relacionadas aos saberes docentes, este estudo se valerá das dez competências propostas por Zabalza (2003, p. 70), as quais são consideradas como um “conjunto de conhecimentos e habilidades que os sujeitos necessitam para desenvolver algum tipo de atividade”, conforme apresentado na Tabela 1.

Tabela 1

Competências necessárias à docência

1) Planejar o processo de ensino-aprendizagem	Deve considerar as determinações legais, os conteúdos básicos previstos na ementa da disciplina, a estrutura curricular na qual a mesma está inserida, a visão própria do docente em relação à disciplina e a sua didática, as características dos alunos, além dos recursos disponíveis.
2) Selecionar e preparar os conteúdos disciplinares	Escolher os conteúdos mais importantes da disciplina de modo que atendam às necessidades formativas dos alunos, adequando-os às condições de tempo e de recursos disponíveis para que sejam acessíveis aos estudantes.
3) Oferecer informações e explicações compreensíveis e bem organizadas	Capacidade de gerir didaticamente a informação e/ou as habilidades que pretende transmitir aos estudantes de modo a torná-las compreensíveis.
4) Manejo das novas tecnologias	As novas tecnologias são ferramentas insubstituíveis que apresentam grande valor e efetividade no manejo de informações com fins didáticos. Esta competência envolve, o domínio de técnicas didáticas, novas competências que abrangem desde a preparação da informação até a manutenção de uma relação de tutoria por meio da rede.
5) Elaborar a metodologia e organizar as atividades	Envolve as diversas tomadas de decisões dos professores ao gerir o desenvolvimento das atividades docentes e abrange a escolha de metodologias de ensino, a seleção, bem como a elaboração de tarefas instrutivas e a organização dos espaços voltados para a aprendizagem.
6) Comunicar-se e relacionar-se com os alunos	Essa competência envolve a capacidade de trabalhar em classes numerosas, assumir um estilo de liderança enquanto docente e manter um clima favorável em sala de aula.
7) Tutoria	Esta competência envolve os diversos tipos de tutoria, bem como as responsabilidades do tutor universitário, os dilemas da tutoria universitária, as condições de exercer a tutoria e a tutoria como empenho pessoal dos docentes.
8) Avaliar	Esta competência possibilita o professor saber avaliar para que possa agir como facilitador no processo de ensino-aprendizagem. Em virtude disso, o docente deve estar ciente quanto à natureza e ao propósito da avaliação na instituição de ensino, bem como deve conhecer os aspectos que compõem a avaliação e o seu processo de planejamento, execução, avaliação e <i>feedback</i> .
9) Refletir e investigar sobre o ensino	Esta competência propõe que a própria docência seja o objeto de análise. Por isso, ela sugere: a reflexão acerca da docência de modo que seja feita uma análise documentada acerca do processo de ensino-aprendizagem desenvolvido; a investigação sobre a docência, o que requer que os diversos fatores que afetam a didática universitária sejam submetidos a análises controladas; e por fim, a publicação sobre a docência.
10) Identificar-se com a instituição e trabalhar em equipe	Esta competência envolve a capacidade de saber e querer trabalhar em conjunto em um contexto institucional determinado.

Fonte: elaborado pelas autoras com base em Zabalza (2003) e Puentes, Aquino e Quillici Neto (2009).

Estudos sobre a educação contábil evidenciam as competências consideradas essenciais ao bom professor, sendo o domínio do conteúdo e a didática as que mais se destacam (Nogueira, Fadel & Takamatsu, 2012; Rezende & Leal, 2013; Tolentino, Silva, Costa & Neto, 2014), bem como as competências mais esperadas pelos alunos (Antonelli, Colauto & Cunha, 2012).

As formas utilizadas pelos Programas de Pós-graduação em Contabilidade para a formação dos futuros docentes da área foi alvo de investigação de Lapini (2012). Ao analisar 25 cursos, a autora apontou três métodos utilizados pelos cursos para a formação de professores; são eles: disciplina com preparação pedagógica, prática docente supervisionada e atividades complementares. A partir das análises realizadas, Lapini (2012) concluiu que o processo de educação continuada para o professor de Contabilidade não existe, revelando que os cursos de pós-graduação em Contabilidade, no Brasil, não preparam o aluno para a docência.

Nganga *et al.* (2016), por sua vez, identificaram os componentes curriculares de formação pedagógica sistematizada presentes nos 18 programas de pós-graduação *stricto sensu* em Ciências Contábeis no Brasil. Os resultados encontrados evidenciaram que há uma baixa oferta de disciplinas voltadas para a formação de professores nesses programas, sendo apenas 14 ligadas à formação docente. Ao serem ofertadas, essas disciplinas são, em geral, de caráter optativo e apresentam carga horária igual ou inferior a 60 horas.

O presente estudo busca contribuir ao investigar a formação do docente de ensino superior na área contábil, à medida que busca verificar as competências desenvolvidas durante o processo de aprendizagem experiencial ao longo de uma das fases que antecede o ingresso na carreira docente, que é o estágio docência.

2.2 Teoria da Aprendizagem Experiencial e a prática do estágio docência

O desenvolvimento profissional, sob a ótica da teoria da Aprendizagem Experiencial desenvolvida por David Kolb (1984), ocorre quando da apropriação do sujeito das experiências vividas. Esse processo se dá a partir da ação e da reflexão contínua, a fim de que as experiências vivenciadas possam ser aperfeiçoadas e incorporadas nas ações do indivíduo. Entende-se que tais experiências podem ser adquiridas no contexto do estágio docência, principalmente, aquelas relacionadas à formação pedagógica dos pós-graduandos.

Para que a experiência seja significativa é importante reconhecer que o conhecimento não deve ser simplesmente compartilhado com as pessoas, pois é preciso incentivá-las a atuar em favor do seu próprio aprendizado (Behr & Temmen, 2012). Conforme os autores, os indivíduos são capazes de aprender melhor ao realizarem descobertas por si mesmos.

Um estudo desenvolvido por Barbosa e Dib (2016) teve como objetivo discutir o processo de formação do docente pelas universidades, a partir do olhar e da vivência do professor e do aluno durante o estágio docência. Os autores concluíram que os discentes que tiveram orientação sobre métodos pedagógicos desempenharam o estágio docência com maior autoconfiança e desenvoltura, sendo capazes de conduzir as atividades de maneira mais didática e proveitosa para os envolvidos no processo de ensino-aprendizagem. A partir disso, depreende-se a importância de aliar teoria e prática no processo de formação do futuro docente, no sentido de qualificá-lo para o exercício de suas atividades no ensino superior.

Para Kolb (1984, p. 38), a aprendizagem experiencial é “o processo por onde o conhecimento é criado por meio da transformação da experiência. Esta definição enfatiza (...) que o conhecimento é um processo de transformação, sendo continuamente criado e recriado”. Portanto, a aprendizagem experiencial abrange um conjunto de mecanismos que proporcionam às pessoas experiências capazes de instigá-las a buscar o aprendizado. Para melhorar a aprendizagem no ensino superior, deve-se dar ênfase no envolvimento dos alunos, de modo que esse processo inclua *feedback* em torno de seus esforços de aprendizagem (Kolb & Kolb, 2005).

No contexto da formação dos futuros professores do ensino superior, os Programas de Pós-Graduação passaram a adotar o Estágio de Docência, em atendimento à Portaria n.º 76/2010, como forma de proporcionar uma experiência que permita o desenvolvimento de competências necessárias às atividades de docente, aliando teoria à prática (Joaquim, Nascimento, Vilas Boas & Silva, 2011; Joaquim & Vilas Boas, 2011; Joaquim, Vilas Boas & Carrieri, 2013; Santos & Helal, 2015).

Nesse sentido, entende-se que é possível associar o estágio docência à aprendizagem experiencial defendida por Kolb (1984), tendo em vista que esse componente curricular proporciona ao discente uma série de vivências que o estimularão a aprender.

Joaquim *et al.* (2011) citam alguns pontos a serem levados em consideração ao se analisar o processo do estágio docência para que a realização desse componente curricular se torne uma experiência de significativa aprendizagem, tanto para a formação do aluno como para a prática reflexiva do professor. Os autores elencam o estabelecimento “de critérios claros e objetivos dos métodos avaliativos do estágio docência e mais retorno aos estagiários” (p.1148), “a reflexividade na promoção do aprendizado e na geração de conhecimento” (p.1149) e a proximidade entre professor supervisor e futuro professor como alguns dos pontos a serem considerados em torno do estágio docência.

A relação de proximidade entre o professor supervisor e o discente durante o estágio docência é fundamental para o melhor aproveitamento desse aluno em torno do referido componente curricular, pois é nesse contexto que o estagiário poderá pensar de maneira crítica e reflexiva sobre o processo de ensino-aprendizagem no qual o exercício da docência ocorre (Rocha-de-Oliveira & Deluca, 2017). Ademais, entende-se que a aproximação entre os dois sujeitos (professor e estagiário) possibilita um processo de reflexão sobre a prática, a fim de que sejam extraídas conclusões acerca das diversas situações vivenciadas ao longo da realização desse componente curricular.

Embora o estágio docência contribua para a formação docente do pós-graduando, tendo em vista a oportunidade que a atividade oferece ao discente de vivenciar a prática do processo educacional, há quem discorde da forma como esse componente curricular pode ser conduzido. Patrus e Lima (2014) criticam o fato de haver docentes que repassam suas responsabilidades enquanto professores da graduação para os seus orientandos da pós-graduação durante a realização do estágio docência. Segundo os autores, os alunos se encarregariam das aulas, bem como do processo educacional e de sua avaliação. Dessa forma, a aprendizagem não seria acompanhada e o aprendizado se desenvolveria com a prática.

Todavia, Joaquim *et al.* (2011) propõem que há cinco aspectos que devem ser considerados no processo de condução do estágio docência, a fim de garantir a contribuição do referido componente curricular no processo de formação docente do pós-graduando: (1) Planejamento da disciplina; (2) Contato profissional com a atividade docente; (3) Aproximação e relacionamento com o professor titular da disciplina; (4) Dificuldades enfrentadas no estágio docente; e (5) Aprendizagem e habilidade adquirida no desenvolvimento das atividades desempenhadas.

Tendo como base o estágio docência e a aprendizagem experiencial, o presente estudo busca identificar as competências adquiridas pelos discentes durante o período de realização do estágio docência, segundo a percepção dos pós-graduandos e seus professores orientadores/supervisores de estágio.

3. Aspectos Metodológicos

O presente estudo busca identificar quais competências são desenvolvidas no estágio docência para a qualificação docente, a partir da percepção dos pós-graduandos *stricto sensu* da área contábil e dos docentes supervisores do estágio. Para tanto, foram investigados discentes e docentes de um programa de pós-graduação na área contábil por meio de uma abordagem qualitativa, cujo propósito, para o pesquisador, é a compreensão de como as pessoas interpretam suas experiências e atribuem significados a elas (Merriam, 2009).

O estudo foi realizado em uma Instituição Pública de Ensino, localizada em Minas Gerais, que oferece o Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis (PPGCC). O Programa pesquisado regulamenta seu processo de estágio docência a partir da Resolução n.º 002/2016. Essa resolução define as competências e habilidades mínimas a serem desenvolvidas no Estágio Docência I – voltado para os alunos de mestrado e no Estágio Docência II – direcionado aos alunos de doutorado.

A construção das evidências deste estudo ocorreu em duas etapas. A primeira etapa foi desenvolvida, utilizando-se o *focus group*. Para a realização dessa etapa, foram convidados 20 alunos do programa investigado, que já haviam realizado o estágio docência. O contato foi realizado via *e-mail*, a partir de uma lista com a relação dos discentes matriculados no programa, disponibilizada pela coordenação do curso.

Após o envio do convite, os 16 discentes que se dispuseram a participar da entrevista foram divididos em 2 grupos distintos: 8 alunos participaram do grupo que já tinha experiência com a docência, no momento em que realizaram o estágio docência e 8 alunos compuseram o grupo dos que não tinham essa experiência ao realizar o estágio docência. Eles foram informados com antecedência sobre a data, local e horário em que ocorreriam as entrevistas.

As entrevistas foram mediadas por uma professora convidada que atua na área de negócios e que tem experiência na aplicação do referido instrumento de coleta de dados. Esse procedimento isentou as pesquisadoras do envolvimento no momento do grupo focal, embora uma delas tenha participado como ouvinte (observação).

Tabela 2

Caracterização dos grupos focais

Descrição	Sem experiência com a docência	Com experiência na docência
Participantes	8 pessoas	8 pessoas
Sexo	4 masculino/ 4 feminino	4 masculino/ 4 feminino
Idade	23 a 30 anos	24 a 47 anos
Tempo de experiência com a docência	Não se aplica	2 a 10 anos
Realizou estágio docência (mestrado/ doutorado)	8 pessoas no mestrado	3 no mestrado/ 2 no doutorado/ 3 em ambos

Fonte: elaborado pelas autoras.

A segunda etapa foi conduzida por meio de entrevistas semiestruturadas realizadas com docentes do PPGCC. Elas foram organizadas com base em um guia de entrevista composto por três questões-chave: (1) Na sua opinião, qual é a função do estágio docente para a formação do professor?; (2) Na sua opinião, quais são as habilidades e competências adquiridas pelos pós-graduandos com a participação no estágio docente?; (3) Na sua opinião, quais os principais desafios enfrentados pelo professor supervisor do estágio docente no decorrer do estágio docência?

Nessa etapa, os respondentes foram selecionados a partir do critério de proximidade com os alunos participantes da primeira etapa, a fim de realizar uma análise conjunta sobre a percepção dos dois principais agentes envolvidos no estágio docência – supervisor e estagiário. Foram convidados sete docentes e desses, cinco se dispuseram a participar do estudo. As entrevistas foram agendadas por *e-mail* e ocorreram via *Skype* com duração média de 20 minutos. Sobre a caracterização dos docentes participantes das entrevistas, temos: 4 docentes do sexo feminino e 1 docente do sexo masculino, todos eles já orientaram/supervisionaram mais de dois estagiários e suas linhas de pesquisa são: Contabilidade Governamental, Gerencial, Financeira e Ensino e Pesquisa em Contabilidade.

Para a análise de resultados, utilizou-se a abordagem de *template* proposta por King (2004). Nessa abordagem, as evidências são analisadas seguindo uma lista de códigos definidos, *a priori*, pelo pesquisador. Os dados são organizados de forma hierárquica a partir do agrupamento de códigos semelhantes, cujo objetivo é interpretar e apresentar as evidências de forma mais organizada. A Tabela 3 mostra os códigos construídos a partir da leitura das transcrições das cinco entrevistas. Os códigos de primeira ordem (*Higher-order codes*) foram produzidos com base no objetivo do estudo e os códigos de segunda ordem (*Lower-order codes*) foram elaborados com base nas dez competências necessárias à docência propostas por Zabalza (2003), detalhadas na Tabela 1 e a partir da leitura das transcrições das cinco entrevistas. Os códigos foram então agrupados conforme a temática de primeira ordem, facilitando, assim, a análise final.

Tabela 3

Template de análise

<i>Higher-order codes</i>	<i>Lower-order codes</i>
1. Função do estágio para a formação docente	1.1 Experiência prática por meio da ação 1.2 Experiência prática por meio da reflexão 1.3 Experiência prática por meio da observação 1.4 Experiência prática por meio do exemplo
2. Habilidades e competências proporcionadas pelo estágio docência	2.1 Planejar o processo de ensino-aprendizagem 2.2 Selecionar e preparar os conteúdos disciplinares 2.3 Oferecer informações e explicações compreensíveis e bem organizadas (competência comunicativa) 2.4 Manejo das novas tecnologias 2.5 Elaborar a metodologia e organizar as atividades 2.6 Comunicar-se e relacionar-se com os alunos 2.7 Tutoria 2.8 Avaliar 2.9 Refletir e investigar sobre o ensino 2.10 Identificar-se com a instituição e trabalhar em equipe
3. Principais desafios enfrentados no decorrer do estágio docência	3.1 Postura do estagiário 3.2 Desenvolvimento de habilidades 3.3 (Falta de) Preparação para ser supervisor 3.4 (Falta de) Conhecimento prévio do estagiário 3.5 Condução do estágio 3.6 Duração do estágio

Fonte: elaborado pelas autoras.

Acerca dos códigos evidenciados na Tabela 3, bem como das transcrições dos entrevistados (discentes e docentes), utilizou-se a análise de conteúdo para o tratamento dos dados, a fim de confrontar as falas dos participantes com a literatura que serviu de suporte teórico para a construção desta pesquisa. A análise de conteúdo permite a realização de um levantamento de indicadores (quantitativos ou não), que possibilitam a execução de inferências sobre determinados conhecimentos (Cavalcante, Calixto & Pinheiro, 2014).

Dentre as limitações do estudo, destaca-se a amostra, tendo em vista que a pesquisa foi realizada em um único PPGCC, o que inviabiliza a generalização de resultados. Além disso, cabe ressaltar que o trabalho foi submetido ao Comitê de Ética em Pesquisa com Seres Humanos da instituição onde foi conduzido, sendo aprovada sua realização conforme parecer CAAE: 93336218.7.0000.5152. Por fim, na próxima seção serão analisados e discutidos alguns trechos extraídos das entrevistas e dos grupos focais realizados. Para manter o sigilo dos participantes do estudo, serão utilizadas as letras D e E para identificar a fala dos docentes e estagiários, respectivamente, seguidas de um número distinto para identificar cada sujeito.

4. Análise e Discussão dos Resultados

Nesta seção, serão apresentadas as evidências encontradas com base nos três códigos de primeira ordem.

4.1 Função do estágio para a formação docente

Ao construir as subcategorias de análise, verificou-se que a principal função do estágio é proporcionar a experiência prática da docência aos discentes por meio da ação, da reflexão, da observação e do exemplo dado pelos supervisores durante esse processo, seja ele, positivo ou negativo. Entre as quatro subcategorias deste tópico, as falas que mais se sobressaíram mostram como principais funções do estágio as oportunidades ligadas à experiência prática e à reflexão sobre a prática.

O estágio docência, ao ser oferecido pelos Programas de Pós-graduação, permite que os discentes vivenciem as diversas atividades desenvolvidas pelo docente do ensino superior, entre elas: o planejamento do processo de ensino-aprendizagem, a aplicação de estratégias de ensino e a elaboração e aplicação de atividades avaliativas. Essa função prática do estágio emerge na fala dos supervisores, como ilustra o trecho a seguir.

[...] eu acho que é uma oportunidade que os alunos têm de experimentar na prática as atividades que um docente precisa desenvolver. Então, eles têm a possibilidade de entender o planejamento de uma aula, como que pode ser feita a distribuição do assunto, do conteúdo durante as aulas. Eles têm a oportunidade também de desenvolver algumas estratégias pra aplicar esse conteúdo, acompanhar também os processos avaliativos, as questões dos trabalhos, ou mesmo as avaliações individuais (D3).

Cabe ressaltar a visão de um supervisor, que contrapõe os demais ao perceber no estágio uma atividade mais passiva, em que “Eles [estagiários] só acompanham e tiram dúvida em sala, não participam ativamente das aulas, ou seja, não é proposto aos mesmos a experiência de ministrar a aula com a escolha de um tópico (D5)”.

Importante destacar que a maioria dos supervisores percebe no estágio docência a aprendizagem experiencial, à medida que instigam os discentes a buscarem a aprendizagem de maneira contínua por meio da transformação da experiência (Kolb, 1984). Para os discentes, mesmo aqueles que já tinham experiência com a docência, o estágio deu sentido às suas experiências prévias, tendo em vista o fato de poderem observar a atuação profissional de seus supervisores, como se percebe nos trechos a seguir:

[...] Pra mim, foi de extrema importância, porque eu consegui enxergar um lado da docência que eu não sabia nem que existia, né? Tanto na parte de utilização de metodologias diferentes, ativas, quanto no olhar do que de fato, de como o professor pode levar uma aula, no sentido de que eu tinha uma ideia muito, realmente assim, do que eu carregava, né? Muito estática. Faltava esse olhar mais amplo. [...] Foi um divisor de águas mesmo, consegui enxergar pontos que eu poderia, que eu já deveria ter melhorado e que eram coisas até meio que simples, óbvias, mas que eu sozinha não consegui despertar. O estágio docência me proporcionou essa oportunidade junto com, no caso, minha professora orientadora (E 19).

No começo, eu confesso que, quando me falaram que eu tinha que fazer dois semestres de estágio docência eu quis morrer. Eu falei: ‘não é possível que eu tô dando aula há 5 anos e vou ter que fazer a disciplina de estágio docência!’. Mas eu confesso que valeu muito a pena. [...] Meu orientador também utiliza metodologias ativas, então eu também tive contato com coisas que não eram do meu hábito. Num segundo momento, no segundo estágio docência do doutorado, na parte de pesquisa, também eu achei muito interessante, porque, principalmente, do ponto de vista da orientação, aprendi muito com meu orientador, por exemplo, orientação de TCC foi uma lição pra mim. [...] Então, eu confesso que os estágios docência são importantes. E principalmente na nossa área, que não formam professores, que não é um curso de licenciatura, é bacharelado. Então eu acho que esse é um momento que para quem quer ser um professor, ter um norte (E 21).

A partir das falas dos entrevistados, constata-se a relevância do papel do estágio docência para essa formação. Por mais que os discentes tenham relatado certa **resistência** em realizar o estágio docência em virtude da experiência que já possuíam com o ensino, competências como utilizar uma metodologia diferente e organizar as atividades puderam ser desenvolvidas a partir da realização do referido componente curricular. Isso reflete a capacidade que o indivíduo tem de se conectar com experiências anteriores para promover novas aprendizagens (Merriam & Bierema, 2013).

Outro ponto destacado nas entrevistas com os docentes diz respeito à função do estágio como um processo de reflexão sobre a prática e a relevância das reflexões dos estagiários durante o estágio docência, principalmente, no que se refere ao comportamento dos alunos no decorrer das aulas, como relata um dos entrevistados:

Eles acabam refletindo e pensando... eles falaram, durante as observações mesmo, eles olham mais, às vezes, o comportamento dos alunos porque estão ali só pra isso mesmo, pra ficar observando como o professor está administrando a aula e como os alunos estão se comportando e eles ficam pensando: “Ah, e se eu fizesse assim, como que você acha...”. Então eu acho que isso tem acontecido também, tem acontecido com os alunos, eles têm refletido sobre... “Ah, isso tem funcionado. Eu vejo que, quando você faz um exercício assim, os alunos se envolvem mais e tal”. Eles têm tido essas reflexões sim (D3).

O papel do supervisor durante o estágio é crucial para que as reflexões se tornem significativas no processo de desenvolvimento profissional dos discentes, corroborando Joaquim *et al.* (2011), que destacam a importância da reflexividade na promoção do aprendizado e na geração do conhecimento em uma experiência significativa de aprendizagem. Observando a fala de uma docente é possível verificar a intencionalidade em proporcionar momentos de observação aos estagiários antes da atuação deles em sala de aula.

[...] deixo essa aula que eles vão ministrar mais pra frente, mais pro final do semestre, até pra que eles ganhem uma certa confiança, tenham mais segurança na hora de aplicar o conteúdo porque, às vezes, eles ficam meio inseguros mesmo, principalmente, no início (D3).

De acordo com os relatos dos discentes, a oportunidade que tiveram de acompanhar seus orientadores durante o estágio docência contribuiu para que eles analisassem suas posturas diante da sala, bem como o modo como eles se relacionavam com os alunos e a maneira como explicavam o conteúdo. É justamente nesse ambiente de observação, de imitação e de reprodução proporcionado pelo estágio docência que o aluno inicia sua construção enquanto docente (Santos & Helal, 2015).

No entanto, o processo de observação da atuação do supervisor não foi suficiente para driblar a ansiedade e o nervosismo no momento em que os discentes tiveram que conduzir a aula, conforme descrito por eles.

[...] mas a insegurança, não de estar na frente, de falar em público, isso não é o problema. O problema era de se o que eu tava (sic) falando era certo. Então, esse é o maior ponto que me pegava, era se o que eu tava (sic) falando tinha sentido, tava (sic) certo, exemplificar, porque não é só falar a teoria, né? [...], mas conseguir exemplificar, contextualizar, cruzar com coisas que estão com dúvida, conseguir responder o que os alunos questionarem (E13).

E até chegar esse dia, eu ia prestando atenção no jeito que ela dava aula, no jeito que ela se portava, no jeito que ela fala com os alunos e, mesmo assim, a insegurança também existiu. Eu lembro que, no dia que fui dar a aula, eu tava (sic) muito inseguro, mas não era nem tanto por conta da matéria, porque eu acho que eu tinha até me preparado, porque, quando a gente sabe que vai ser confrontado, a gente se prepara até melhor[...] (E14).

Percebe-se que, ainda que houvesse insegurança por parte dos alunos, dada a responsabilidade de ter que ministrar uma aula na presença do professor supervisor, eles conectavam-se com aquilo que haviam observado anteriormente, ou seja, utilizavam a experiência do professor para norteá-los na condução da aula. Isso é compreensível, pois “o modo de aprender a profissão, conforme a perspectiva da imitação será a partir da observação, imitação, reprodução e, às vezes, reelaboração dos modelos existentes na prática consagrados como bons” (Pimenta & Lima, 2004, p. 35).

Ao serem questionados sobre uma possível conversa com os seus orientadores de estágio a respeito da insegurança, ou mesmo o nervosismo que os acompanhava nesse processo de aprendizagem em torno da prática docente, os alunos comentaram sobre o quanto o contato com o supervisor foi importante para eles, antes mesmo do início do estágio. Esse fato é corroborado pela fala de uma supervisora: “[...] é claro que existe ali um nervosismo, né? No início, mas, depois, eles falaram que acabaram relaxando e conseguiram também observar os alunos, como é que eles estavam se comportando [...]” (D3). Sobre esse aspecto, Rocha-de-Oliveira e Deluca (2017) defendem que a relação de proximidade que é estabelecida entre professor e aluno ao longo do estágio contribui para o aproveitamento do discente durante a atividade.

O momento posterior à aula ministrada pelos estagiários também é visto como parte importante do processo de reflexão, pois é nesse momento que supervisor e estagiário refletem sobre pontos positivos e negativos, além de trocarem experiências e percepções sobre a experiência obtida.

[...] Após a apresentação deles, [...] eu dou um *feedback* apresentando pontos fortes, pontos fracos, o que eu acho que precisava melhorar, né? E, em muitos casos, eu tenho orientandos que já são professores, eles já atuam como professores, mas, mesmo assim, eu não deixo de dar *feedback*, de dar sugestões, de mostrar aspectos que, talvez, pela experiência, eles não tenham aprendido (D4).

Com base no que foi apresentado, verifica-se o quanto o estágio docência pode contribuir para a formação do aluno de pós-graduação, tendo em vista a potencialidade de se associar o conhecimento teórico à prática do ensino, como sugerem Joaquim *et al.* (2013). Além disso, percebe-se a importância do *feedback* dos docentes no processo de formação dos pós-graduandos, quanto aos seus esforços de aprendizagem durante a realização do estágio, consoante ao que propõe Kolb e Kolb (2005). Nesse sentido, entende-se que a proximidade entre o professor supervisor e o discente no estágio docência é fundamental para o melhor aproveitamento dele nesta etapa de formação, à medida que o leva a refletir criticamente sobre o processo de ensino-aprendizagem (Rocha-de-Oliveira & Deluca, 2017).

4.2 Habilidades e competências proporcionadas pelo estágio docência

Nessa categoria, foram analisadas as competências adquiridas no estágio docência pelos discentes, tomando-se por base as dez competências propostas por Zabalza (2003).

As competências que se destacaram na fala dos estagiários e dos supervisores divergiram em alguns pontos, mas convergiram ao destacar o planejamento do processo de ensino-aprendizagem e o processo de avaliação como competências adquiridas e desenvolvidas durante o estágio.

O planejamento do processo de ensino-aprendizagem talvez tenha sido uma das principais competências trabalhadas na realização do estágio docência, conforme o relato do grupo de discentes sem experiência com a docência, bem como o de alguns supervisores.

[...] eu acho que eles desenvolvem a capacidade de planejamento, de organização do tempo dentro de uma sala de aula, essa mesmo que eu já comentei, de distribuição do conteúdo no tempo da sala, e a capacidade também de tentar planejar as avaliações (D3).

Eu acho que o presente mais positivo que eu tirei do estágio docência foi lidar com o tempo. [...] tanto na parte de organizar a aula, de planejar, de pensar o que vai fazer, de pensar em como vai fazer, quanto na própria aula (E19).

Planejar o processo de ensino-aprendizagem, enquanto competência contempla: as determinações legais, a estrutura curricular, na qual a disciplina está inserida, a experiência do docente em relação a ela, fatores que caracterizam os alunos (quantidade, qualificação anterior, interesses) e recursos disponíveis (Zabalza, 2003).

No entanto, a habilidade de planejar o processo de ensino-aprendizagem não é explorada por todos os orientadores de estágio, conforme a fala a seguir: “Não, disso [Planejamento do processo de ensino-aprendizagem] eles [alunos] não participam, não (D5)”. Entende-se que isso representa uma falha no processo de formação para a docência, dada a importância da competência, principalmente, no ingresso na profissão.

Outra competência destacada, tanto pelos supervisores quanto pelos estagiários foi o desenvolvimento da habilidade de avaliar. Alguns alunos comentaram sobre as experiências que tiveram junto aos seus orientadores durante o estágio, principalmente, sobre a responsabilidade na elaboração de questões de provas e correção de atividades avaliativas.

A minha orientadora comentou a respeito da importância da prova e do cuidado que teria que ter pra fazer a prova, pra estar bem coerente com o que realmente tinha sido apresentado na sala de aula. Mas, assim, o que ela me falou é que, geralmente, o que ela usava é tentar trazer bem próximo do que realmente tinha sido trabalhado em sala [...] (E16).

Na época das avaliações, eu envolvo eles no sentido de que eles têm que me ajudar na elaboração de questões [...] Eles vão ter que estudar o conteúdo para elaborar questões. Então, eles vão, sim, propor questões pra essas avaliações e acredito que eles entendam, assim, a importância das avaliações né? (D2).

As falas descritas acima ilustram uma das proposições da teoria da Aprendizagem Experiencial, pois evidenciam o fato de a aprendizagem ser, na verdade, um processo de reaprendizagem. Assim, essa aprendizagem pode ser facilitada ao serem compartilhadas com os alunos ideias sobre um determinado tema (por exemplo) para que eles examinem, testem e acrescentem novas ideias, aprimorando-as efetivamente (Kolb & Kolb, 2005).

Quanto à competência relacionada ao uso de tecnologias de ensino, houve divergência entre os discentes dos dois grupos focais. Alguns alunos afirmaram que seus professores eram mais tradicionais e não usavam tais ferramentas no processo de ensino, enquanto outros tiveram a oportunidade de aplicar tecnologias durante esse processo. Nesse sentido, uma aluna do grupo focal sem experiência com a docência relata: “Eu já não tive, porque a minha orientadora é mais tradicional. Giz, *datashow*, no máximo” (P11). Esse trecho corrobora a fala de uma supervisora que afirmou não utilizar técnicas de ensino diferentes e por isso, ela **não** teria o costume de incentivar seus estagiários a utilizá-las.

[...] eu, que não uso muitas tecnologias [de ensino], eu acho que um pouco por causa das disciplinas que eu lecionei nos últimos tempos, elas não dão muito espaço para eu tá aplicando esses novos, essas novas técnicas [...]. Ele não aprende, assim, muitas técnicas não, na minha disciplina [...] (D1).

Em contrapartida, trechos do grupo focal com alunos que já tinham experiência na docência retratam a utilização de técnicas de ensino diferentes das tradicionais, bem como ressaltam a importância do papel do supervisor ao incentivar e mostrar as diversas tecnologias existentes. Segundo Zabalza (2003), a capacidade de elaborar a metodologia e organizar as atividades consiste em escolher as estratégias de ensino, bem como formular atividades instrutivas e organizar os espaços voltados para a aprendizagem. Nesse sentido, com base nas falas dos participantes, nota-se que essa competência foi bastante explorada durante o estágio.

No doutorado, por exemplo, eu tive a oportunidade de acompanhar a minha orientadora, né? E ela utiliza técnicas de aprendizagem diferentes, né? Então assim, eu pude acompanhar, participar, desenvolver coisas que eu não uso muito nas minhas aulas. (E17)

A questão da utilização de metodologias, porque realmente eu desconhecia. A gente sabe, a gente vê que existe algo do tipo, mas a gente não sabe que tem nome, tem forma de aplicar, que tem cenário ideal pra aplicar, então eu acho que isso me ajudou muito. E eu tive a mesma sensação, eu tive vontade “ah, eu quero voltar logo, que eu quero tentar isso aqui”. (E19)

As falas dos discentes revelam que a partir das experiências vivenciadas no estágio docência, eles puderam conhecer melhor as estratégias de ensino, em virtude de seus orientadores/supervisores já as utilizarem. García e Conde (2003) afirmam que a teoria da Aprendizagem Experiencial pode ser associada à prática educativa ao se considerar que para cada estilo de aprendizagem podem ser aplicadas diferentes metodologias de ensino.

Diante dos relatos aqui apresentados, percebe-se que, no decorrer do estágio docência, os discentes tiveram a oportunidade de desenvolver algumas competências sugeridas por Zabalza (2003) e que são requeridas dos docentes, tais como: o planejamento do processo de ensino-aprendizagem, o manejo de tecnologias, a comunicação; a avaliação, a elaboração da metodologia e a organização das atividades. Essa conclusão corrobora o pensamento de Joaquim *et al.* (2013), à medida que pós-graduandos e docentes reconhecem o papel do estágio docência para o desenvolvimento de competências importantes para o exercício da docência, dado o contato inicial com o ambiente de ensino que esse componente curricular possibilita.

É importante destacar ainda que as competências apontadas pelos alunos e seus orientadores de estágio estão em conformidade com as habilidades propostas pela Resolução do PPGCC investigado nesta pesquisa. Dessa forma, entende-se que as competências propostas por Zabalza (2003) e identificadas neste estudo evidenciam que o objetivo do PPGCC ao oferecer o estágio docência é percebido pelos pós-graduandos. Tais achados trazem implicações relevantes, no que tange ao papel do programa para o processo de formação docente.

4.3 Principais desafios enfrentados no decorrer do estágio docência

A terceira categoria de análise refere-se aos principais desafios enfrentados no decorrer do estágio docência. Nela, seis subcategorias emergiram a partir da análise das transcrições das entrevistas e dos grupos focais. As subcategorias que mais se destacaram retratam os desafios em virtude da diversidade de métodos adotados pelos professores na condução do processo de estágio docência e para a (falta de) preparação do supervisor.

O primeiro destaque retratado, tanto na fala dos discentes quanto dos supervisores, refere-se às experiências heterogêneas que os alunos têm ao cursar o estágio docência. Conforme os participantes, o estágio é conduzido de forma diversa pelos supervisores, mesmo havendo uma resolução que norteia o processo.

A gente não tem a definição do que seria adequado ou o que se espera do estágio docência. Então, cada docente conduz de uma forma. [...] Mas eu acho que tinha que ter uma sistematização porque, se a gente tá pensando que existe o estágio docência pra formar professores no ensino da pós-graduação, eu vejo, assim, claramente, que alguns não são formados, pela maneira que é conduzido [...]. Ainda vira até piada: ‘Nossa, mas você acompanha o professor na sala?! Não acredito que você faz isso, sabe?’ (E17).

Bom, partindo da nossa experiência aqui no programa, eu acho que ainda existe uma heterogeneidade muito grande sobre a condução do estágio. Eu acho que não há uma padronização, né? [...] a gente precisa aprimorar ainda nesse sentido (D4).

Os comentários dos participantes acerca da forma como o estágio docência é conduzido corroboram o posicionamento de Bastos, Tourinho, Yamamoto & Menandro (2011), pois evidenciam que os Programas de Pós-graduação parecem não saber como oferecer a formação pedagógica para os seus alunos. Isso porque o estágio supervisionado acaba apresentando formatos muito diferentes não só entre um programa e outro, mas dentro de um mesmo programa.

Dessa forma, mesmo havendo uma resolução acerca do estágio docência no programa pesquisado, a mesma não é capaz de garantir uniformidade quanto ao modo como ele ocorre. Talvez isso possa ser associado à falta de qualificação pedagógica dos professores responsáveis pela supervisão do estágio, o que compromete a formação de seus orientandos enquanto futuros docentes, uma vez que o estagiário espelha muitas de suas ações a partir da experiência que adquire durante o estágio.

A falta de qualificação pedagógica pode ser ainda associada à falta de preparação para ser supervisor. Conforme a fala de alguns supervisores do estágio, um dos desafios enfrentados diz respeito à falta de preparação para conduzir esse processo.

Bom, eu acho que o primeiro ponto é que a gente não foi preparado pra isso, né? A gente não foi... a gente não recebeu instruções sobre como orientar o estagiário. Então, por exemplo, nos primeiros, era mais difícil. Aí, depois, a gente vai aprendendo com a experiência, com as pesquisas que a gente faz, mas eu percebo que tem muitos colegas que, às vezes, tem mais dificuldade do que a gente pra conduzir esse tipo de orientação (D4).

As falas dos docentes podem ser compreendidas a partir da perspectiva de Bastos *et al.* (2011), pois, segundo os autores, a formação pedagógica não é exigida do professor universitário, porque considera-se suficiente o domínio de conhecimentos específicos. Esse fato acaba repercutindo na pós-graduação, à medida que os mestres e doutores formados por esses cursos podem assumir a docência sem que tenham as competências pedagógicas necessárias para atuarem no ensino superior (Bastos *et al.*, 2011). Dessa forma, deve-se reconhecer que a prática do ensino requer saberes e habilidades que podem ser adquiridos ou desenvolvidos a partir de um processo de formação pedagógica capaz de preencher a lacuna deixada pela formação inicial ou pela formação proporcionada pelos programas de pós-graduação (Junges & Behrens, 2015).

É importante considerar que a formação docente não se limita simplesmente ao fato de o pós-graduando ter contato com a sala de aula ao substituir o seu professor orientador, assim como essa formação não pode ser garantida com o oferecimento de uma ou mais disciplinas voltadas para a formação pedagógica (Bastos *et al.*, 2011). Conforme os autores, esse tipo de formação requer mais dos Programas de Pós-Graduação, porém, talvez eles não saibam como oferecê-la.

Em síntese, os desafios enfrentados e aludidos, tanto por supervisores, quanto por estagiários, dizem respeito às experiências heterogêneas em torno do estágio, bem como aos desafios de se conduzir esse processo de formação dos futuros docentes, de modo a permitir a aquisição de habilidades e competências em tão pouco tempo. Esse processo se torna ainda mais difícil ao considerar que muitos dos supervisores de estágio não receberam preparação para a docência e, ainda assim, são responsáveis por conduzir a aprendizagem de seus alunos com base nos erros e acertos que tiveram em suas experiências anteriores.

Diante desses desafios, cabe a reflexão e o questionamento: **Quais medidas poderiam ser adotadas pelos PPGCCs, a fim de garantir não só a sistematização do estágio, mas, principalmente, o aproveitamento do discente em relação a esse componente curricular?**

4.4 Síntese dos Resultados

A partir da análise dos grupos focais com os pós-graduandos (sem experiência com a docência e com experiência na docência ao realizar o estágio docência) e das entrevistas realizadas com os docentes acerca do estágio docência, observa-se que as percepções, embora distintas, são muito positivas em relação a esse componente curricular. Nesse sentido, a Tabela 4 sintetiza os principais aspectos observados nesses grupos.

Tabela 4

Estágio Docência na Formação Docente

Categories	Grupo sem experiência com a docência	Grupo com experiência na docência	Docentes
Função do estágio docência	<ul style="list-style-type: none"> Aproximação com a atividade docente Oportunidade de vivenciar os desafios que envolvem a docência Contribuição para a formação didático-pedagógica 	<ul style="list-style-type: none"> Reflexão e aprimoramento em torno das próprias práticas docentes Aprendizagem como um constante processo 	<ul style="list-style-type: none"> Oportunidade do aluno vivenciar a prática da sala de aula Aproximação do aluno com o processo de ensino: planejamento da aula, elaboração das atividades e das avaliações Reflexão sobre a prática docente
Habilidades e competências proporcionadas pelo estágio docência	<ul style="list-style-type: none"> Conhecimentos ligados à docência e os seus desafios Planejar o processo de ensino-aprendizagem Avaliar 	<ul style="list-style-type: none"> Manejo de tecnologias Elaborar a metodologia e organizar as atividades; Tutoria 	<ul style="list-style-type: none"> Planejar o processo de ensino-aprendizagem Avaliar Capacidade de comunicar-se e relacionar-se com os alunos
Desafios enfrentados ao longo do processo de estágio	<ul style="list-style-type: none"> Experiências heterogêneas dos discentes Formatos distintos de estágio 	<ul style="list-style-type: none"> Experiências heterogêneas dos discentes Formatos distintos de estágio 	<ul style="list-style-type: none"> Experiências heterogêneas dos discentes Formatos distintos de estágio Falta de qualificação pedagógica do docente responsável pela supervisão de estágio Curta duração

Fonte: elaborado pelas autoras.

A partir da Tabela 4, é possível perceber as principais contribuições, bem como os desafios que envolvem o estágio docência. Com base nas percepções dos grupos apresentadas anteriormente, verifica-se a importância do estágio docência para a formação docente, seja ela inicial ou continuada. Afinal, deve-se reconhecer que o aprendizado ocorre em maior grau quando as pessoas têm a oportunidade de agir, fazendo descobertas que beneficiem a si mesmas (Behr & Temmen, 2012).

Nesse sentido, entende-se que é possível associar o estágio docência à teoria da Aprendizagem Experiencial, tendo em vista que a apropriação das experiências vividas pelos indivíduos, a partir de uma ação e reflexão contínua pode ser aperfeiçoada no ambiente do estágio (Kolb, 1984). Verificou-se que o estágio docência proporciona tais experiências relacionadas à formação pedagógica dos pós-graduandos, principalmente por proporcionar a eles uma série de vivências que os motiva a atuarem em favor do próprio aprendizado (Behr & Temmen, 2012). Dessa forma, a experimentação por meio do estágio docência permite o desenvolvimento de competências necessárias no processo de ensino, aliando teoria à prática (Joaquim, Nascimento, Vilas Boas & Silva, 2011; Joaquim & Vilas Boas, 2011; Santos & Helal, 2015).

5. Considerações Finais

O presente estudo teve como objetivo identificar as competências desenvolvidas no estágio docência para a qualificação docente, a partir da percepção dos pós-graduandos *stricto sensu* da área contábil e dos docentes supervisores do estágio.

Os resultados da pesquisa evidenciaram a responsabilidade dos docentes orientadores do estágio docência, no que se refere ao acompanhamento das atividades realizadas nessa modalidade de ensino. Os achados indicam também que as experiências vivenciadas pelos alunos no estágio são espelhadas nos docentes. Além disso, pode-se verificar a contribuição do estágio docência para o desenvolvimento de competências necessárias à docência, como as sugeridas por Zabalza (2003): habilidade para o planejamento do processo de ensino-aprendizagem; melhorias na comunicação, no relacionamento com os alunos, nas formas de avaliar, dentre outras.

Nesse sentido, o estágio serviu não apenas como momento de aprimoramento, mas de reflexão em torno das próprias práticas de aprendizado e, principalmente, de estímulo para o desenvolvimento das competências requeridas na docência. Os estagiários puderam vivenciar, de fato, o processo de ensino-aprendizagem, à medida que tiveram a chance de associar o conhecimento teórico à prática da sala de aula (Joaquim *et al.*, 2013).

De maneira geral, os resultados do estudo revelaram a necessidade de se desenvolver artifícios que assegurem a sistematização do estágio docência, a fim de garantir que as experiências vivenciadas nessa atividade contribuam de maneira efetiva para a formação docente do aluno.

Foram identificadas importantes implicações e contribuições com os achados deste estudo. É notável que a preocupação em torno do estágio docência deve se concentrar na forma como ele está sendo conduzido pelos programas de pós-graduação *stricto sensu*. Nesse sentido, os objetivos educacionais em torno do estágio devem ser muito claros, assim como as diretrizes que norteiam sua realização. Além disso, deve haver algum mecanismo que assegure que o discente terá um acompanhamento adequado por parte do professor que o orienta/supervisiona, de modo que esse professor deve possuir uma formação didático-pedagógica que o permita assumir tal responsabilidade, da mesma forma que ele deve ter clareza das suas responsabilidades enquanto supervisor de estágio.

Entre as limitações desta pesquisa, destaca-se o fato dos grupos focais, bem como as entrevistas terem sido realizadas em um único PPGCC. Entende-se que expandir a coleta de dados por meio da colaboração de outros programas de pós-graduação da área contábil poderia trazer maiores contribuições e reflexões acerca da temática investigada por esta pesquisa.

Para futuros trabalhos, sugere-se que seja investigada a forma como os PPGCCs têm acompanhado o estágio docência e quais ações têm sido desenvolvidas para garantir o aproveitamento do aluno ao cursar esse componente curricular.

Referências

- Alves, A. V. S.; Barbosa, C. R. & Dib, A. (2016). Fundamentos pedagógicos e a formação do docente: a experiência do estágio à docência. *Revista Docência do Ensino Superior*, 6(2), PP. 63-88. DOI: <https://doi.org/10.35699/2237-5864.2016.2186>
- Andere, M. A. & Araujo, A. M. P. de. (2008). Aspectos da formação do professor de ensino superior de ciências contábeis: uma análise dos programas de Pós-graduação. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(48), PP. 91-102. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300008>
- Antonelli, R. A.; Colauto, R. D. & Cunha, J. V.A. (2012). Expectativa e satisfação dos alunos de ciências contábeis com relação às competências docentes. *Revista Iberoamericana sobre Calidad, Eficacia y Cambio en Educación*, 10(1), 74-91. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/551/55123361006.pdf>.

- Bastos, A. V. B.; Tourinho, E. Z.; Yamamoto, O. H. & Menandro, P. R. (2011). Réplica 1- Formar docentes: em que medida a pós-graduação cumpre esta missão? *Revista de Administração Contemporânea*, 15(6), pp. 1152-1160. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/840/84020810010.pdf>.
- Behr, T. & Temmen, K. (2012). Teaching experience – improving teacher education with experiential learning. *International Journal on New Trends in Education and Their Implications*, 3 (3), pp. 60-73. Recuperado de <http://www.ijonte.org/FileUpload/ks63207/File/06.behr.pdf>.
- Capes. (2014). Mestrado e doutorado: o que são? *Ministério da Educação*. Recuperado de <http://capes.gov.br/avaliacao/sobre-a-avaliacao/mestrado-e-doutorado-o-que-sao>.
- Cavalcante, R. B.; Calixto, P.; Pinheiro, M. M. K. (2014). Análise de conteúdo: considerações gerais, relações com a pergunta de pesquisa, possibilidades e limitações do método. *Inf. & Soc.: Est.*, 24(1), pp.13-18. Recuperado http://basessibi.c3sl.ufpr.br/brapci/_repositorio/2015/12/pdf_ba8d5805e9_0000018457.pdf.
- Comunelo, A. L.; Espejo, M. M. S. B.; Voese, S. B. & Lima, E. M. (2012). Programas de pós-graduação em contabilidade: sua contribuição na formação de professores e pesquisadores. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 31(1), pp. 7-26. Recuperado de <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/13375/0>
- Ferreira, M. M. & Hillen, C. (2015). Contribuições da pós-graduação *stricto sensu* para o aprendizado da docência de professores de Contabilidade. *Enfoque*, 34(3), 125-143. Doi: <https://doi.org/10.4025/enfoque.v34i3.29031>
- Gil, A. C. (2008). *Didática do ensino superior*. São Paulo: Atlas.
- Hillen, C.; Laffin, M. & Ensslin, S. R. (2018). Proposições sobre formação de professores na área Contábil. *Arquivos Analíticos de Políticas Educativas*, 26(106), pp. 1-30. Doi: DOI: 10.14507/epaa.26.
- Joaquim, N. F. & Vilas Boas, A. A. V. (2011). Tréplica: formação docente ou científica – o que está em destaque nos programas de pós-graduação? *Revista de Administração Contemporânea*, 15(6), pp. 1168-1173. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/1753/>.
- Joaquim, N. de F.; Vilas Boas, A. A. & Carrieri, A. de P. (2013). Estágio docente: formação profissional, preparação para o ensino ou docência em caráter precário? *Educação e Pesquisa*, 39 (2), pp. 351-365. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=29826312005>.
- Joaquim, N. F.; Nascimento, J. P. B.; Vilas Boas, A. A. & Silva, F. T. (2011). Estágio docência: um estudo no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Lavras. *Revista de Administração Contemporânea*, 15(6), 1137-1151. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/840/84020810009.pdf>.
- Junges, K. dos S. & Behrens, M. A. (2015). Prática docente no ensino superior: a formação pedagógica como mobilizadora de mudança. *Perspectiva*, 33 (1), 285-317. Recuperado de <https://periodicos.ufsc.br/index.php/perspectiva/article/viewFile/2175795X.2014v33n1p285/31220>.
- King, N. (2004). Using interviews in qualitative research. In: Cassel, C. & Symon, G. *Essential guide to qualitative methods in organizational research*. Londres: SAGE Publications, p. 11-22. DOI: <http://dx.doi.org/10.4135/9781446280119.n2>
- Kolb, D. A. (1984) *Experiential learning: experience as the source of learning and development*. Englewoods Cliffs: Prentice Hall. Recuperado de <https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/34850950/Kolb.pdf?response-content-disposition>
- Kolb, A. Y. & Kolb, D. A. (2005). Learning styles and learning spaces: enhancing experiential learning in higher education. *Academy of Management Learning & Education*, 4 (2), pp. 193–212. Recuperado https://www.jstor.org/stable/40214287?seq=3#page_scan_tab_contents.

- Laffin, M. & Gomes, S. M. S. (2014). The Pedagogical Training of Teachers in Stricto Sensu Programs in Accounting Sciences. *Australian Journal of Basic and Applied Sciences*, 8(18), pp. 255-265. Recuperado de <http://www.repositorio.ufba.br:8080/ri/bitstream/ri/27936/1/The%20Pedagogical%20Training%20of%20Teachers%20in%20stricto%20sensu%20Programs%20in%20Accounting%20Sciences.pdf>.
- Lapini, V. (2012). Panorama da formação do professor em Ciências Contábeis pelos cursos stricto sensu no Brasil. 2012. 76f. *Dissertação* (Mestrado em Ciências), Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto. Recuperado de https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/96/96133/tde-04052012-135541/publico/VivianCLapini_Original.pdf
- Liston, D. P., & Zeichner, K. M. (1990). Reflective teaching and action research in preservice teacher education. *Journal of Education for Teaching*, 16(3), 235-254. DOI: <https://doi.org/10.1080/0260747900160304>
- Masetto, M. T. (2012). *Competência pedagógica do professor universitário*. 2. Ed. São Paulo: Summus. Recuperado de <https://docplayer.com.br/5483449-Marcos-tarciso-masetto-competencia-pedagogica-do-professor-universitario.html>
- Merriam, S. B. (2009). *Qualitative research: a guide to design and interpretation*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Merriam, S. B. & Bierema, L. L. (2013). *Adult learning: linking theory and practice*. San Francisco: Jossey-Bass.
- Miranda, G. J. (2010). Docência universitária: uma análise das disciplinas na área da formação pedagógica oferecidas pelos programas de pós-graduação stricto sensu em Ciências Contábeis. *Revista Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 4(2), pp. 81-98. Recuperado de <http://www.repec.org.br/index.php/repec/article/view/202>.
- Nganga, C. S. N.; Botinha, R. A.; Miranda, G. J. & Leal, E. A. (2016). Mestres e doutores em Contabilidade no Brasil: análise dos componentes pedagógicos de sua formação inicial. *Revista Iberoamericana sobre Calidad, Eficacia y Cambio en Educación*, 14(1), pp. 83-99. Doi: 10.15366/reice2016.14.1.005
- Nogueira, D. R.; Fadel, M. O. & Takamatsu, R. T. (2012) Em busca da essência de um bom professor: uma análise sobre a percepção discente dos cursos de Pós-graduação na área de negócios. *ReCont: Registro Contábil*, 3(3), pp. 12-31. Recuperado de <http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/604/420>.
- Patrus, R. & Lima, M. C. (2014). A formação de professores e de pesquisadores em administração: contradições e alternativas. *Revista Economia & Gestão*, 14 (34), pp. 4-29. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/28772/a-formacao-de-professores-e-de-pesquisadores-em-administracao--contradicoes-e-alter-tivas>
- Pimenta, S. G. (2009). A profissão professor universitário: processos de construção da identidade docente. In: Cunha, M. I.; Soares, S. R.; Ribeiro, M. L. *Docência universitária: profissionalização e práticas educativas*. Feira de Santana: UEFS Editora.
- Pimenta, S. G. & Lima, M. S. L. (2004). *Estágio e docência*. São Paulo: Cortez.
- Puentes, R. V.; Aquino, O. F. & Neto, A. Q. (2009). Profissionalização dos professores: conhecimentos, saberes e competências necessários à docência. *Educar*, vol.(34), pp. 169-184. Recuperado de <http://www.scielo.br/pdf/er/n34/10.pdf> <http://www.scielo.br/pdf/er/n34/10.pdf>
- Rezende, M. G. & Leal, E. A. (2013). Competências requeridas dos docentes do curso de Ciências Contábeis na percepção dos estudantes. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 8(2), pp. 145-160. Recuperado de <https://revistas.ufrj.br/index.php/scg/article/view/13295>.

- Rocha-de-Oliveira, S. & Deluca, G. (2017). Aprender e ensinar: o dueto do estágio docente. *Cadernos EBAPÉ.BR*, 15(4), 974-989. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/cebape/v15n4/1679-3951-cebape-15-04-974.pdf>>.
- Santana, A. L. A.; Araújo, A. M. P. (2011). Aspectos do perfil do professor de Ciências Contábeis e seu reflexo no Exame Nacional de Desempenho dos Estudantes (ENADE) – um estudo nas universidades federais do Brasil. *Contabilidade Vista & Revista*, 22(4), pp. 73-112. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/9944>
- Santos, K. C. G. dos & Helal, D. H. (2015). O estágio docente e o desenvolvimento de competências: um estudo no Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal da Paraíba. *Revista Gestão & Conhecimento*, 9(1), pp.1-20. Recuperado de <https://www.facet.br/gc/artigos/resumo.php?artigo=90>.
- Tolentino, J. E. F.; Silva, R. M. P.; Costa, A. J. B. & Neto, L. M. A. (2014). O perfil esperado de um professor de contabilidade: uma análise a partir dos estudantes da cidade de Barcelos – Portugal. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 13(39), 09-20. DOI: DOI: 10.16930/2237-7662/rccc.v13n39p9-20
- Wall, M. L.; Prado, M. L. & Carraro, T. E. (2008). A experiência de realizar um estágio docência aplicando metodologias ativas. *Acta Paulista de Enfermagem*, 21(3), pp. 515-519. Recuperado <https://www2.unifesp.br/acta/pdf/v21/n3/v21n3a22.pdf>.
- Zabalza, M. A. (2003). *Competencias docentes del profesorado universitario: calidad y desarrollo profesional*. Madrid: Narceas Ediciones.

A relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida captada via emissão de debêntures no Brasil

Jonatan Marlon Konraht

<https://orcid.org/0000-0001-6586-6583> | E-mail: jonatan.konraht@ifpr.edu.br

Silvia Consoni

<https://orcid.org/0000-0002-3967-7006> | E-mail: silviaconsoni@yahoo.com.br

Marcos Wagner da Fonseca

<https://orcid.org/0000-0002-9804-6271> | E-mail: mwfonseca@ufpr.br

Resumo

Objetivo: Esta pesquisa teve como objetivo identificar a relação entre o percentual de participação direta na propriedade (controle) e o custo da captação de dívida via emissão de debêntures no Brasil.

Método: O custo da dívida (*spread* da taxa de juros das emissões de debêntures) foi regredido com a estrutura de propriedade (concentração de propriedade direta, concentração de controle direto e excesso de controle) usando regressões lineares e quadráticas para o período de 2011 a 2018.

Resultados: Os resultados encontrados sugerem que, entre as características de estrutura de propriedade/controlado analisadas, somente a concentração de controle direto é relevante para os debenturistas no momento da precificação dos títulos.

Contribuições: A pesquisa contribui à literatura ao evidenciar que a relação entre concentração de controle e *spread* é quadrática. Assim, até certo ponto, o aumento da concentração de controle se reflete no aumento do custo da dívida; porém, quando essa concentração se torna muito elevada, os credores a interpretam como algo benéfico, reduzindo o custo da dívida. Tais resultados sugerem que os efeitos positivos e negativos decorrentes da concentração de controle estão presentes na captação de dívida; porém, os benefícios tendem a se manifestar apenas quando a concentração de controle se torna elevada.

Palavras-Chave: Custo da dívida. Custos da Emissão de Debêntures. Custos de Agência. Estrutura de Propriedade. Concentração Acionária.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 17/1/2020. Pedido de Revisão em 21/1/2020. Resubmetido em 21/2/2020. Aceito em 27/3/2020 por Dr. Vinicius Gomes Martins (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

O capital de terceiros representa uma fonte significativa de recursos alocados para investimentos nas empresas, mesmo para aquelas de capital aberto. As empresas latino-americanas, por exemplo, têm níveis de dívida semelhantes aos das empresas dos Estados Unidos da América, apesar de experimentarem benefícios fiscais relativamente menores, maiores custos de falência e acesso restrito a diversas fontes de financiamento, principalmente de longo prazo (Céspedes, González, & Molina, 2010).

A literatura em finanças reconhece que existem potenciais conflitos sempre que proprietários e credores divergirem em suas respectivas funções de utilidade, preferências de risco e informações (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976; Myers, 1977). Apesar disso, os principais mecanismos de governança corporativa são, *a priori*, projetados para promover o alinhamento de interesses entre proprietários e administradores e, até mesmo, entre proprietários (Shleifer & Vishny, 1997). No entanto, há motivos para acreditar que certos mecanismos de governança corporativa possam ser avaliados desfavoravelmente pelos detentores de títulos de dívida, em específico, a configuração da propriedade (Ashbaugh-Skaife, Collins, & LaFond, 2006; Jiraporn, Chintrakarn, Kim, & Liu, 2013).

Existem esforços de pesquisa no sentido de considerar o efeito da estrutura de propriedade, enquanto mecanismo de governança corporativa, no custo da dívida. Os esforços se concentram, predominantemente, na análise de empresas dos Estados Unidos da América, da Europa e da Ásia, conforme constatado na revisão da literatura. Em geral, as empresas listadas na bolsa de valores brasileira apresentam particularidades de estrutura de propriedade em relação às empresas de propriedade difusa do modelo convencional de controle corporativo dos Estados Unidos da América e do Reino Unido como elevada concentração de propriedade (controle) e baixa contestabilidade do poder do acionista dominante (Crisóstomo, Brandão, & López-Iturriaga, 2020), além do exercício do controle corporativo ser consistentemente preservado pela emissão de ações de dupla classe e por estruturas piramidais (Aldrighi, 2014; Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Aldrighi & Postali, 2011; Bortolon, 2013). Por conseguinte, há uma distribuição desigual do poder de controle que pode levar o proprietário dominante a exercer forte influência na definição da política de investimento, entre outras consequências, de forma a atender a seus interesses pessoais em detrimento dos interesses dos demais acionistas (Bebchuk, Kraakman, & Triantis, 2000; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishny, 2000).

Para abordar o efeito da estrutura de propriedade no custo da dívida no mercado de capitais brasileiro, o objetivo traçado busca identificar a relação entre o percentual de participação direta na propriedade (controle) e o custo da captação de dívida via emissão de debêntures no Brasil. Para caracterizar o efeito pontual de um mecanismo específico de governança corporativa sobre o custo da dívida, as debêntures são consideradas como uma modalidade específica de captação de dívida, com potencial de gerar conflitos de interesses entre proprietários e credores. A pesquisa possui relevância nesse contexto, pois a emissão de debêntures pode ser considerada uma das principais modalidades de financiamento de longo prazo disponíveis para as companhias brasileiras, inclusive se comparadas às emissões de ações. Segundo dados do Boletim de Mercado de Capitais 02/2020, da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), as emissões de debêntures realizadas entre os anos de 2014 e 2019 somaram aproximadamente R\$626 bilhões, enquanto a captação de recursos via emissões de ações (Ofertas Públicas Iniciais e *follow-ons*) somou aproximadamente R\$185 bilhões (ANBIMA, 2020).

Em contraste com pesquisas precedentes sobre o custo da dívida no Brasil (p.e. Fonseca & Silvera, 2016; Konraht, Camargo, & Vicente, 2016; Barros, Silva, & Voese, 2015), o *spread* da taxa de juros das debêntures não apresenta os potenciais problemas presentes na *proxy* de custo da dívida quando determinada pela razão entre despesas financeiras e passivo oneroso. As despesas financeiras compreendem os juros e, ainda, outros encargos financeiros como variações monetárias e cambiais suportados pelas empresas não só na captação de empréstimos e financiamentos, mas aqueles relativos aos prazos de pagamento firmados com fornecedores em geral e os descontos concedidos, por exemplo. Além disso, o passivo oneroso pode ser influenciado pelo volume de dívida que as empresas captam ou amortizam em períodos próximos ao período de reporte, o que insere ruídos na mensuração do custo da dívida.

Os resultados obtidos sugerem que, entre as características da estrutura de propriedade direta consideradas na análise (concentração de propriedade direta, concentração de controle direto e excesso de controle), somente o percentual de concentração de controle direto (direitos de voto) mostrou ser relevante aos credores no momento da precificação das debêntures. A existência de uma relação quadrática entre concentração de controle e o *spread* da taxa de juros de captação de dívida via emissão de debêntures sugere que a concentração de controle aumenta o custo da dívida e à medida que esta concentração de controle se torna excessivamente elevada o custo da dívida tende a diminuir. Esta redução no *spread* insinua que os credores podem estar considerando a concentração de controle como um fator que potencialmente reduz o risco de ocorrer troca de controle ao longo da vigência do contrato de dívida.

O efeito da estrutura de propriedade sobre o valor da empresa, na perspectiva dos credores, mostra-se como um ponto controverso na literatura de governança corporativa, pois na perspectiva dos credores, quanto maior a concentração de controle menor o retorno exigido. Conjectura-se, por isso, que a concentração de controle estaria sendo associada a menor a probabilidade de troca da gestão da empresa e das suas políticas financeiras durante a vigência do contrato de dívida. Ou seja, a concentração de controle representaria aos credores a manutenção dos níveis de risco e do cumprimento dos *covenants* contratuais após a concessão do crédito.

A análise dos resultados apresentados é entendida como um indício do comportamento dos credores na precificação de debêntures no Brasil e precisa ser avaliada com cautela, pois, para identificar a estrutura de propriedade foram utilizados apenas os percentuais de participação diretos do(s) proprietário(s) indicado(s) como controlador(es) quando da divulgação da estrutura de propriedade pela empresa. Desde 2005 é possível perceber que, no mercado de capitais brasileiro, ocorreu uma redução na emissão de ações de dupla classe enquanto as estruturas indiretas de controle têm aumentado (Andrade, Bressan, & Iquiapaza, 2014; Bortolon & Leal, 2014). Apesar da relevância de estruturas de controle indiretas no mercado de capitais brasileiro, obter o percentual de propriedade do acionista último não é uma das tarefas mais fáceis, nem mesmo indicar se a propriedade é detida por uma família. Parte do desafio refere-se à presença de empresas não listadas em bolsa de valores nas estruturas piramidais e ao tempo necessário de coleta. Além disso, pesquisas têm mostrado que o percentual de participação direta do proprietário dominante se aproxima do percentual de participação indireta do acionista último, ressalvadas especificidades de amostra e período abrangido (Aldrighi, 2014; Bortolon, 2013, Grillo, Reina, Bortolon, & Sarlo Neto, 2017). Estas e outras limitações de execução deste estudo sinalizam que há desdobramentos a serem explorados em pesquisas futuras que melhor possam definir os contornos do efeito relatado.

2. Revisão da literatura e desenvolvimento das hipóteses

O uso de capital de terceiros favorece o compartilhamento do risco dos investimentos com os credores. Neste ponto, o excesso de investimento (*overinvestment*), o subinvestimento (*underinvestment*) e o esvaziamento da propriedade podem explicar certos custos de agência da dívida. A adoção de projetos de investimentos não lucrativos (substituição de ativos) ou excessivamente arriscados (*risk-shifting*) aumentam a variância dos fluxos de caixa futuros da firma e transferem aos credores desproporcionalmente os resultados negativos que possam ser obtidos (Jensen, 1986; Jensen & Meckling, 1976). Da mesma forma, projetos de investimento de valor presente líquido positivo podem ser rejeitados se os lucros residuais forem preferencialmente transferidos aos credores, caracterizando o problema de subinvestimento (Myers, 1977), inclusive, se o pagamento de dividendos for preferível. Em todas estas circunstâncias se estaria alterando o risco de não recebimento das reivindicações contratuais fixadas pelos credores, principalmente se o endividamento se tornar relativamente alto, situação na qual os esforços dos *insiders* em controlar o risco de restrição financeira, falência e de liquidação será supostamente bastante reduzido (Jensen, 1986, Aslan & Kumar, 2012).

Os credores, à medida que preveem a existência desses custos de agência, certamente exigem taxas de juros maiores e fazem constar nos contratos de dívida cláusulas restritivas para reivindicar garantias adequadas e impor mecanismos de monitoramento do uso dos recursos cedidos. Sob este argumento, é concebível que não exista uma relação significativa entre a estrutura de propriedade (controle) e o custo da dívida. Contudo, nem sempre se pode tratar de todas as contingências futuras ou, ainda, encontrar soluções pouco onerosas para o monitoramento de investimentos em projetos de valor presente líquido negativo (Steijvers & Vooerdeckers, 2009). Por conseguinte, o custo da dívida tende a aumentar à medida que os conflitos de interesses entre *insiders* e credores aumentam ou não possam ser remediados (Aslan & Kumar, 2012).

Sanchez-Ballesta e García-Meca (2011) avaliaram a influência da concentração de propriedade e da identidade dos proprietários no custo da dívida em uma amostra de empresas espanholas entre os anos de 1999-2002. Os resultados relatados sinalizam efeito significativo restrito à propriedade detida pelo presidente do conselho, pelo governo e pelos bancos. Em geral, a identidade do proprietário parece ter contribuído para a redução do custo da dívida, enquanto a concentração de propriedade não se mostrou estatisticamente relevante. Lugo (2019) apresenta evidências empíricas sobre o custo da dívida de empréstimos bancários entre 1996 e 2010 de empresas de diversos países da Europa, Ásia e também dos Estados Unidos da América. O principal resultado apresentado aponta que a participação acionária detida por *insiders* está inversamente relacionada com o custo da dívida, assumindo a forma de U invertido.

No contexto brasileiro, pouco se sabe sobre a relação exclusiva entre estrutura de propriedade e custo da dívida, em parte, porque os resultados das pesquisas são difíceis de conciliar. Barros et al. (2015) observaram que atributos de governança corporativa que compõe um índice de governança, exerceu influência negativa no custo da dívida entre 2008 e 2010, enquanto a adoção de níveis diferenciados de listagem em bolsa de valores não apresentou significância estatística. Fonseca e Silveira (2016) verificaram que o custo da dívida tende a ser menor em função do percentual de ações preferenciais emitidas pelas empresas e devido à adoção de níveis diferenciados de listagem em bolsa de valores no período de 2010 a 2014. Mas outras duas *proxies* de estrutura de propriedade direta (percentual de participação do maior acionista e a diferença entre controle e propriedade do maior acionista) não apresentaram efeito significativo. Silva, Santos e Almeida (2012) constataram que, entre 2005 e 2010, a concentração de controle esteve associada positivamente com as classificações de crédito para debêntures. Konraht et al. (2016) apresentaram evidências de que o excesso de controle exerce influência positiva no custo da dívida entre os anos de 2011 e 2014.

Na Europa Ocidental e no Leste Asiático, o custo da dívida é significativamente maior quando há divergência entre propriedade e controle (Aslan & Kumar, 2012, Lin, Ma, Malatesta, & Xuan, 2011) e, até mesmo, para o custo de capital (Guedhami & Mishra, 2009). Ainda, em empresas da Europa e da Ásia, como apresentado por Boubakri e Ghouma (2010), a identidade do proprietário também exerce influência, de tal forma que o excesso de controle familiar tem um efeito positivo sobre os *spreads* dos títulos de dívida e um efeito negativo nos *ratings* desses títulos. A capacidade de os *insiders* efetivamente controlarem os recursos corporativos e de se engajarem em atividades que permitem a extração de benefícios privados do controle está positivamente relacionada ao nível de propriedade que eles detêm (Shleifer & Vishny, 1997). Entretanto, o entrincheiramento dos *insiders* pode ocorrer devido à divergência entre direitos de propriedade e de controle (excesso de controle). Em muitas empresas brasileiras de capital aberto esta situação é presumível porque o exercício do controle corporativo tem sido consistentemente preservado pela emissão de ações de dupla classe e estruturas piramidais (Aldrighi & Mazzer Neto, 2007; Aldrighi & Postali, 2011; Bortolon, 2013). Desta forma, apresenta-se a seguinte hipótese:

H1: A diferença entre direitos de controle e de propriedade (excesso de controle) aumenta o custo da dívida.

Na perspectiva dos detentores de dívida o efeito da estrutura de propriedade sobre o custo da dívida pode ser diferente da perspectiva dos proprietários *insiders* e *outsiders*. Os credores podem se importar muito menos com o entrincheiramento de *insiders*, desde que o valor da empresa seja mantido acima do limite de inadimplência. Ainda, proprietários com grandes participações não diversificadas podem ter incentivos para alocar recursos de forma a preservá-las, ou seja, para evitar a diluição do capital e preservar o exercício do controle corporativo, aumenta-se a probabilidade do uso de capital de terceiros. Em contrapartida, essa relação de dependência fará com que se tornem mais preocupados com a reputação perante o mercado e, por conseguinte, com a necessidade da manutenção das políticas financeiras durante toda a vigência dos contratos de dívida. De certa forma, isto diminui o risco moral suportado pelos credores após a contratação da dívida (Ashbaugh-Skaife et al., 2006; Jiraporn et al., 2013).

A reputação figura também entre os argumentos apresentados por Anderson, Mansi e Reeb (2003). Eles identificaram que nos Estados Unidos da América a concentração de propriedade nas mãos da família fundadora está negativamente associada ao custo da dívida e explicam que o custo da dívida seria menor nestas circunstâncias porque grandes acionistas, incluindo as famílias, tendem a ser não diversificados. Como a família fundadora está mais exposta ao risco idiossincrático tende a apresentar maior preocupação com sua reputação no mercado e, para atingir as expectativas de longo prazo, tendem a evitar projetos excessivamente arriscados.

Jiraporn et al. (2013) avaliaram a relação entre governança corporativa e custo da dívida para uma amostra de empresas dos Estados Unidos da América. Neste caso, a governança corporativa foi representada pelo índice da ISS (*The Institutional Shareholder Services*) com categorias de padrões de governança e com ênfase no conselho de administração, auditoria, estatuto, remuneração de executivos e diretores, propriedade, entre outras. Os *ratings* de crédito e o *yield spread* foram utilizados como medida de custo da dívida. O resultado obtido mostrou que uma governança corporativa forte reduz significativamente os *ratings* de crédito e aumenta *yield spread*. Uma possível explicação para o fato é o quão alinhados estão os interesses da administração e dos proprietários. Quanto maior esse alinhamento (governança corporativa forte) maior seria a possibilidade de subinvestimento, enquanto que a alta concentração de controle nas mãos dos administradores (governança corporativa fraca) reduziria a possibilidade de subinvestimento.

Klock, Mansi e Maxwell (2005) avaliaram o efeito de um índice de governança que contém vários dispositivos *anti-takeover* e de proteção aos acionistas no custo do financiamento da dívida para uma amostra de empresas dos Estados Unidos da América, abrangendo o período de 1990-2000. As evidências indicam que dispositivos *anti-takeover* mais rígidos reduzem o custo do financiamento da dívida. Este resultado sugere que em empresas onde há maior dificuldade para destituição da gestão se estaria aumentando a probabilidade de serem avaliadas favoravelmente no mercado de dívida. Esta constatação elucida que, apesar dos dispositivos *anti-takeover* mais rígidos desfavorecerem os proprietários, uma vez que impõem maior dificuldade para agirem contra a gestão da empresa, os credores tendem a conceber este fato como um aspecto positivo no dimensionamento do retorno e do risco esperado para o provimento de fundos.

Consistente com a conjectura de que os credores avaliam a estrutura de propriedade de um modo bastante particular, Byun, Choi, Hwang e Kim (2013) constataram que as empresas afiliadas a grandes grupos empresariais coreanos apresentaram entre 2001 e 2007 um custo da dívida substancialmente menor do que as empresas independentes. Eles interpretaram que os credores estão dispostos a conceder crédito com menor taxa de juros e outras condições mais favoráveis às empresas afiliadas a um grupo econômico porque estariam percebendo a possibilidade de proteção adicional. De outra forma, os grupos empresariais serviriam como um compromisso crível para resgatar firmas-membro com problemas financeiros (efeito do cosseguro). Considerando o que foi exposto, formula-se da seguinte hipótese:

H2: A concentração propriedade (controle) reduz o custo da dívida.

3. Procedimentos Metodológicos

A amostra é composta pelas emissões de debêntures registradas no Brasil, entre os anos de 2011 a 2018, realizadas pelas empresas não financeiras de capital aberto, excluídas as emissões de debêntures incentivadas e aquelas que foram canceladas logo após o anúncio de emissão. O início do recorte temporal em 2011 decorre da disponibilidade de dados, uma vez que os dados referentes à estrutura de controle e propriedade foram coletados do Formulário de Referência do ano anterior à emissão de debênture, e o início da divulgação desse relatório ocorreu em 2010. O fim do recorte temporal em 2018 se deu em função de ser a data-base mais próxima para coleta e tabulação dos dados de estrutura de propriedade, no período de coleta de dados da pesquisa. A exclusão das debêntures incentivadas se deu em função de estes títulos apresentarem isenção de Imposto de Renda sobre a remuneração auferida pelos debenturistas, o que faz com que os juros reais percebidos pelos credores sejam afetados pelo benefício fiscal contido nas debêntures incentivadas. Consequentemente, o *spread* das debêntures é diferenciado para as debêntures incentivadas. Assim, foram identificadas 730 emissões de debêntures no Sistema Nacional de Debêntures, sendo que 84 (11,9%) são da modalidade emissão aberta ao público em geral (Instrução Normativa CVM n.º 400) e 643 (88,1%) são da modalidade de emissão com esforços restritos (Instrução Normativa CVM n.º 476). A modalidade aberta ao público em geral é o formato clássico de emissão de debêntures, em que a empresa emite títulos que podem ser adquiridos por qualquer investidor; a modalidade emissão com esforços restritos é ofertada a um grupo limitado de investidores profissionais, totalizando, no máximo, 75 investidores profissionais que recebem a oferta, sendo que apenas 50 deles podem realizar subscrição ou aquisição desses títulos (Comissão de Valores Mobiliários, 2009). Essas 730 debêntures identificadas somaram um total de 980 séries de títulos de dívida, uma vez que cada debênture pode conter mais de uma série.

As séries de debêntures emitidas e mantidas na amostra apresentam vários critérios de cálculo de remuneração, incluindo índice de referência e *spread* específicos. Na Tabela 1 são apresentados os critérios de remuneração das séries de debêntures analisadas, bem como os índices utilizados como referência.

Tabela 1

Índices de referência utilizados nas séries de debêntures

Índice	Séries de debêntures	Proporção	Amostra final analisada: séries com todos os dados financeiros disponíveis para coleta
DI + <i>spread</i> %	542	55,3%	361
% sobre o DI	311	31,7%	-
IPCA + <i>spread</i> %	108	11,0%	-
Outros (pós)	5	0,5%	-
Sem índice	4	0,4%	-
TJLP	4	0,4%	-
Taxa pré-fixada	3	0,3%	-
Dólar	1	0,1%	-
IGP-M	1	0,1%	-
TR	1	0,1%	-
Total	980	100%	361

Legenda: DI: Depósitos Interfinanceiros; IGP-M: Índice Geral de Preços do Mercado; IPCA: Índice de Preços ao Consumidor Amplo; TR: Taxa Referencial; TJLP: Taxa de Juros de Longo Prazo.

Nota: as 980 séries estão contidas em 730 emissões de debêntures. A data de levantamento destes dados foi 10 de junho de 2019. As séries de debêntures que não possuíam dados financeiros disponíveis para coleta na base de dados Economatica® ou no *site* da Comissão de Valores Mobiliários para o cálculo das variáveis da pesquisa foram excluídas da amostra. Isso explica a diferença entre as 542 séries identificadas inicialmente e as 361 com todos os dados disponíveis para análise de dados.

Fonte: elaborado pelos autores.

Como cada forma de remuneração possui um *spread* específico, não é possível comparar o *spread* de séries que possuem índices diferentes e, tampouco, realizar a análise global das 980 séries de debêntures em um único modelo de regressão. Em função disto, o critério adotado foi o de analisar as séries de debêntures que adotam a remuneração na forma da taxa de depósitos interfinanceiros (DI), mais uma taxa fixa de *spread* adicional (DI + *spread* %). Foi adotado esse critério em função dessa forma de remuneração ter sido a mais utilizada dentre as 980 séries, o que garante maior quantidade de dados para análise, bem como por conta dessas séries serem as mais representativas das debêntures emitidas no Brasil, de acordo com Konraht e Soares (2020). Além destes aspectos, Konraht e Soares (2020) constataram que as debêntures que oferecem remuneração na forma de “IPCA + *spread* %” e “*spread* % sobre o DI” tendem a apresentar características da dívida ou características da firma diferenciadas das demais modalidades de emissão, o que indica que essas modalidades são escolhidas por empresas que realizam emissões de maior maturidade, tal como é o caso das que remuneram na forma “IPCA + *spread* %”, ou são emitidas por empresas com maiores opções de crescimento e que oferecem maior quantidade de cláusulas restritivas para proteção aos credores, como é o caso das que remuneram por “*spread* % sobre o DI”. Assim, a seleção de outras séries poderia levar a um viés de amostragem caso fossem selecionados títulos com características de risco da dívida e da empresa específicas, quando comparadas às séries em geral, como, por exemplo, se selecionar os títulos de dívida de maturidades mais longas ou emitidas por empresas com maiores oportunidades de crescimento.

Aproximadamente 55% das séries de debêntures coletadas oferecem a remuneração pela taxa de depósitos interfinanceiros mais uma taxa fixa de *spread* ($DI + spread\%$). Assim, o custo da dívida, variável dependente do estudo, será mensurado pela taxa fixa de *spread* em relação à taxa DI. A taxa fixa de *spread* utilizada será aquela já ajustada ao resultado do processo de *bookbuilding*, procedimento similar ao adotado por Sheng e Saito (2005) e Konraht e Soares (2020). As 361 séries de debêntures que integraram a amostra final foram emitidas por 131 empresas. Essas empresas atuam em diversos setores econômicos, sendo que predominam os setores elétrico (27,7% das séries), locação de automóveis (11,9% das séries), transporte rodoviário (9,7% das séries), construção residencial (8,9% das séries) e sistemas de água e saneamento (5,5% das séries). Estes setores totalizam aproximadamente 64% dos títulos de dívida da amostra.

Dado que cada emissão de debênture é realizada em uma data específica ao longo dos anos, optou-se pela não utilização de dados em painel, em função de que a estrutura dos dados não é sequencial, e que houve casos de empresas que realizaram apenas uma emissão de debênture durante o período amostral, enquanto outras realizaram mais de uma emissão no período; assim, as hipóteses da pesquisa foram testadas usando Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) *pooled*. Na Equação 1 é apresentado o modelo de regressão especificado para a relação testada nesta pesquisa.

$$\begin{aligned}
 Spread_i = & \alpha_i + \beta_1 Estrutura\ de\ propriedade_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Endividamento_i \\
 & + \beta_4 Rentabilidade_i + \beta_5 Garantia\ real_i + \beta_6 Selic_t + \sum_{k=2011}^{2018} \delta_k Ano_k + \varepsilon_i
 \end{aligned} \quad (1)$$

Na Tabela 2 são apresentadas todas as variáveis que compõem o modelo.

Tabela 2

Descrição das variáveis da pesquisa

Variável	Sinal	Operacionalização	Referência
<i>Spread</i> da dívida		Logaritmo natural da taxa de juros adicional em relação à taxa DI. Esta é a <i>proxy</i> para custo da dívida, variável dependente do modelo	Sheng e Saito (2005)
Estrutura de propriedade direta a) concentração de controle direto	-	Percentual de ações ordinárias (ON) detidas pelo(s) acionista(s) controlador(es)	Caixe e Krauter (2013); Claessens et al. (2002); Silveira, Barros e Famá (2008)
Estrutura de propriedade direta b) concentração de propriedade direta	-	Razão entre a soma das ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN) detidas pelo(s) acionista(s) controlador(es) e o total de ações da empresa	Autores
Estrutura de propriedade direta c) excesso de controle	+	Razão entre concentração de controle direto e concentração de propriedade direta menos uma unidade (controle / propriedade - 1)	Cronqvist e Nilsson (2003)
Tamanho da empresa	-	Logaritmo natural do ativo total	Boubakri e Ghouna (2010); Caixe e Krauter (2013)
Endividamento	+	Razão entre passivo exigível e ativo total	Boubakri e Ghouna (2010); Byun et al. (2013); Li et al. (2011); Lugo (2019)
Rentabilidade	-	Razão entre EBITDA acumulado dos quatro trimestres anteriores ao da emissão das debêntures e o ativo total	Byun et al. (2013); Okimura, Silveira e Rocha (2007); Silveira et al. (2008)
Garantia real	+/-	Variável <i>dummy</i> que assume valor 1 se a debênture apresentar garantia real e 0, caso contrário	Byun et al. (2013)
Ano de emissão	+/-	<i>Dummies</i> anuais	Autores
Selic	+	Taxa Selic anual do período de emissão da debênture	Autores

Fonte: elaborado pelos autores.

Conforme exposto na Tabela 2, três aspectos da estrutura de propriedade são considerados: (a) concentração de controle direto; (b) concentração de propriedade direta; e, (c) excesso de controle. Foi considerado como controlador da empresa o proprietário ou grupo de proprietários identificado(s) como controlador(res) da empresa no Formulário de Referência. Quando havia a indicação de mais de um controlador, foi realizada a soma das participações do grupo indicado. Os três aspectos da estrutura de propriedade foram calculados considerando as participações diretas e esta é uma limitação da pesquisa, dado que não leva em consideração as participações indiretas que ocorrem por meio de estruturas piramidais de controle e ações sem direitos a votos. Todavia, comparações entre estas duas formas de mensuração indicam haver relativa similaridade nos valores calculados pelos dois métodos, tal como apresentado em Grillo et al. (2017). Além disso, testes realizados por Silva (2004) indicam que a relação entre as características de concentração de propriedade/controlador, medidas de forma direta e indireta, e o valor das empresas é substancialmente a mesma, embora a mensuração das participações indiretas tenha maior poder explicativo.

Além dessas variáveis de estrutura de propriedade, foram inseridas no modelo de regressão outras variáveis que também podem afetar o custo da dívida. Essas variáveis representam características da empresa, das escrituras de debêntures e macroeconômicas, e são as seguintes: (a) tamanho da firma; (b) endividamento; (c) rentabilidade; (d) oferecimento de garantia real na debênture; (e) taxa efetiva Selic no trimestre de emissão de dívida; e, (f) *dummies* anuais. O tamanho da firma é uma característica que potencialmente pode representar parte do risco dos credores, e espera-se que empresas maiores tenham menor custo da dívida. Em empresas maiores, o risco de inadimplência seria reduzido devido à possibilidade de venda dos ativos, diante de dificuldades financeiras, além do efeito reputação. O endividamento também é uma variável que representa risco, sendo que empresas mais endividadas tendem a ter maior risco de entrarem em situação de insolvência e atrasar pagamentos aos credores; assim, é esperado que em empresas mais endividadas o custo da dívida seja maior. A rentabilidade é uma medida de solidez econômica da empresa; assim, é esperado que quanto maior seja a rentabilidade da empresa, menor tenda a ser o custo de captação de dívida, dado que empresas mais rentáveis tendem a ter menor probabilidade de enfrentarem dificuldades econômicas e financeiras. A garantia real é um instrumento de proteção aos credores; assim, é esperado que as debêntures que ofereçam garantia real aos credores tenham menor custo da dívida, considerando que os credores passam a ter maior segurança de recuperação do capital fornecido. Por outro lado, evidências indicam que a garantia real pode ser usada como um mecanismo complementar à taxa de juros para proteção aos credores (Bharath, Sunder, & Sunder, 2008). Nessa perspectiva, é esperado que, em empresas mais arriscadas, o custo da dívida seja maior e, também, que haja maior probabilidade de conter garantia real. Em função desse impasse teórico, a expectativa para o sinal esperado para a variável garantia real é deixada em aberto. A taxa Selic é a taxa básica de juros do Brasil; assim, é esperado que à medida que ela aumente, haja também um aumento nas taxas de juros praticadas nos títulos de dívida corporativa (debêntures). Por fim, as *dummies* anuais são inseridas nos modelos para controlar efeitos macroeconômicos que ocorreram no Brasil durante o período de análise, e que podem ter impactado nas taxas de juros cobradas das empresas.

4. Resultados

Na Tabela 3 são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas na investigação empírica. No Painel A desta tabela consta a distribuição temporal dos títulos de dívida da amostra; no Painel B constam as estatísticas das 361 observações que integraram a amostra da pesquisa; no Painel C são apresentadas as estatísticas da amostra separadas por modalidade de emissão da debênture. Pelos dados do Painel B, constata-se que, em média, o *spread* da dívida adicional à taxa DI é de 1,89% a.a. Essa variável se apresenta heterogênea, sendo o mínimo de 0,24% e o máximo de 10,2%. O porte das empresas é, também, bastante heterogêneo e, em média, corresponde a R\$ 8,9 bilhões. Os ativos totais são preponderantemente financiados por capital de terceiros, com média de 63%, e isto é relativamente homogêneo entre as empresas da amostra.

Tabela 3

Estatísticas descritivas

Painel A: Distribuição temporal das séries de debêntures									
Ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Quantidade de séries	42	51	52	30	38	17	58	73	
Frequência	11,6%	14,1%	14,4%	8,3%	10,5%	4,7%	16,1%	20,2%	

Painel B: Estatísticas descritivas do conjunto de dados									
Variável	N	Média	DP	CV	Mín	Q1	Md	Q3	Máx
<i>Spread</i> (%)	361	1,89	1,1	0,60	0,24	1,1	1,6	2,4	10,2
Garantia real (%)	361	15,8	-	-	0	0	0	0	1
Tamanho da empresa (R\$ bilhões)	361	8,9	13,3	1,5	0,1	2,2	4,5	9,9	107
Endividamento (%)	361	63,0	14,1	22,6	21,3	53,7	63,0	71,6	95,2
Rentabilidade (%)	361	2,4	4,1	1,7	-19,0	0,5	1,8	3,9	25,0
Controle direto (%)	361	69,3	27,8	0,4	8,1	50,3	68,6	99,9	100
Propriedade direta (%)	361	64,7	29,7	0,5	8,2	39,9	64,9	99,9	100
Excesso de controle (%)	361	4,6	11,7	2,5	-5,1	0,0	0,0	0,0	48,1
Selic (%)	361	9,6	2,5	25,8	5,8	7,2	9,9	11,2	14,8

Painel C: Observações segregadas por modalidade de emissão de debêntures												
Variável	N	Aberta ao público em geral					Esforços restritos					
		Méd	DP	1Q	MD	3Q	N	Méd	DP	1Q	MD	3Q
<i>Spread</i> (%)	34	1,76	0,8	1,1	1,7	2,2	327	1,91	1,2	1,1	1,6	2,5
Garantia real (%)	34	5,9	23,9	-	-	-	327	16,8	37,5	-	-	-
Tamanho da empresa (R\$ bilhões)	34	10,9	10,5	3,4	7,0	15,3	327	8,6	13,5	2,1	4,2	9,8
Endividamento (%)	34	67,1	11,8	57,1	64,9	79,9	327	61,8	14,3	52,9	62,9	71,6
Rentabilidade (%)	34	3,1	3,7	0,9	2,1	4,7	327	2,3	4,1	0,5	1,7	3,8
Controle direto (%)	34	70,2	31,0	36,4	79,5	100	327	69,0	27,6	50,3	65,4	99,8
Propriedade direta (%)	34	64,0	33,3	31,0	71,3	100	327	64,5	29,4	40,9	64,0	99,7
Excesso de controle (%)	34	6,1	12,8	-	-	6,8	327	4,5	11,6	-	-	-

Legenda: N: quantidade de observações; Méd: média; DP: desvio padrão; CV: coeficiente de variação; Mín: menor valor; Q1: primeiro quartil; Md: mediana; Q3: terceiro quartil; Máx: maior valor.

Nota: o total de 361 séries de debêntures apresentadas no Painel B foi emitido por 131 empresas. No Painel C, tem-se que as 34 séries da modalidade aberta ao público em geral foram emitidas por 28 empresas; na modalidade de esforços restritos as 327 séries foram emitidas por 127 empresas. Vinte e quatro empresas emitiram séries das duas modalidades de debêntures.

Fonte: dados da pesquisa.

Na amostra há empresas de propriedade e controle pulverizado, e aquelas que são extremamente concentradas, bem como empresas que mantêm divergência entre direitos de voto e de fluxo de caixa por meio da emissão de duas classes de ações. Em relação à estrutura de propriedade, observa-se que, em média, a posse de ações com direito a voto é de 69,3% (min. 8,1% e máx. 99,9%) enquanto que, em média, a propriedade detida pelos acionistas controladores é de 64,7% (min. 8,2% e máx. 99,9%), valores estes que se assemelham à mediana. A diferença entre controle e propriedade (excesso de controle) é, em média, de 4,6%, mas bastante heterogêneo entre as empresas. Ademais, ao se analisar a concentração de controle com base nos valores dos quartis, verifica-se que predominam na amostra empresas de controle definido (aproximadamente 75% da amostra), isto é, que possuem um acionista controlador, o qual possui mais de 50% das ações com direito a voto. A proporção de direitos de voto está superior, por exemplo, ao descrito em Crisóstomo et al. (2020) que, em média, é de 49% para o maior acionista, 67% para os três maiores acionistas e 70% para os cinco maiores acionistas de amostra de 85 empresas com maior capitalização de mercado no período de 2010 a 2013. As médias de estrutura de propriedade são difíceis de conciliar porque estão sujeitas aos valores extremos da amostra e, até mesmo, a certas especificidades do período compreendido na análise (Andrade et al., 2014; Bortolon & Leal, 2014). Neste caso específico, apesar de representarem a propriedade direta, não se referem estritamente ao maior acionista e, sim, aos acionistas apontados como controladores, conforme explicitado na seção 3.

Segundo os dados contidos no Painel C, constata-se o predomínio de debêntures emitidas na modalidade esforços restritos, as quais totalizam 90,6% dos dados da amostra. Tal predomínio pode ser explicado pela maior simplicidade de requisitos exigidos nessa modalidade, o que se reflete em menor custo do processo de emissão. As diferenças médias mais significativas das estatísticas descritivas dessas duas modalidades são que as emissões com esforços restritos fazem maior uso de garantia real como medida de proteção aos credores e tendem a ser emitidas por empresas menores e menos endividadas. No tocante ao custo da dívida, a concentração de controle, de propriedade e o excesso de controle são relativamente similares, embora haja heterogeneidade nas variâncias dessas variáveis entre as duas modalidades.

Os resultados das regressões que tiveram o propósito de identificar o efeito da estrutura de propriedade sobre o custo de captação da dívida via emissão de debêntures no Brasil estão apresentados na Tabela 4. Os três modelos incorporam as características da estrutura de propriedade e apresentaram validade geral ao nível de confiança de 99%, bem como os pressupostos do método de estimação por MQO foram atendidos, indicando que os modelos foram devidamente especificados.

Entre as características de estrutura de propriedade analisadas, somente a concentração de controle direto (Modelo 1) apresentou significância estatística (5%) e parece ser suficientemente relevante para os credores a ponto de influenciar o custo da dívida.

Tabela 4

Resultados das estimações por MQO
Modelo:

$$Spread_i = \alpha_i + \beta_1 Estrutura\ de\ propriedade_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Endividamento_i + \beta_4 Rentabilidade_i + \beta_5 Garantia\ real_i + \beta_6 Selic_t + \sum_{k=2011}^{2018} \delta_k An0_k + \varepsilon_i$$

Característica da estrutura de propriedade analisada	Modelo 1 Concentração de controle direto		Modelo 2 Concentração de propriedade direta		Modelo 3 Diferença entre direitos de controle e propriedade (excesso de controle)		
	Variáveis	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.	Coef.	Sig.
Concentração de controle direto	0,011 (0,005)		0,021				
Concentração de controle direto ²	-0,001 (0,003)		0,020				
Concentração de propriedade direta				-0,0002 (0,001)	0,823		
Excesso de controle						0,07 (0,06)	0,24
Tamanho	-0,15 (0,023)	0,001	-0,15 (0,02)	0,001	-0,15 (0,023)	0,001	0,001
Endividamento	0,66 (0,18)	0,001	0,67 (0,18)	0,001	0,64 (0,18)	0,001	0,001
Garantia real	0,30 (0,073)	0,001	0,32 (0,073)	0,001	0,32 (0,07)	0,001	0,001
Selic	2,84 (2,72)	0,297	3,48 (2,72)	0,202	3,18 (2,72)	0,244	0,244
Rentabilidade	-2,75 (0,66)	0,001	-2,84 (0,66)	0,001	-2,80 (0,65)	0,001	0,001
Constante	1,96 (0,48)	0,001	2,07 (0,49)	0,001	2,13 (0,47)	0,001	0,001
Efeito fixo do ano		Sim		Sim		Sim	
Efeito fixo do setor		Não		Não		Não	
Teste F (F)	15,0	0,00	15,6	0,000	15,7	0,00	0,00
Teste de assimetria e curtose para normalidade dos resíduos	3,66	0,16	5,33	0,07	5,5	0,07	0,07
Teste de Breusch-Pagan/ Cook-Weisberg para heterocedasticidade (χ^2)	0,6	0,44	0,17	0,68	0,12	0,73	0,73
R ²		0,38		0,37		0,37	
R ² ajustado		0,35		0,34		0,35	
Observações		361		361		361	
Empresas		131		131		131	

Nota: os valores apresentados entre parênteses correspondem ao erro padrão dos coeficientes estimados. Os testes de assimetria e curtose, e Breusch-Pagan/Cook-Weisberg apontaram, respectivamente, ausência de problemas de normalidade dos resíduos e heterocedasticidade nos modelos ao nível de confiança de 95%. Os fatores de inflação da variância apontaram ausência de multicolinearidade, uma vez que o valor máximo, considerando os três modelos, foi inferior a 10. Em função dos modelos não terem apresentados problemas no atendimento aos pressupostos da regressão linear, optou-se pela apresentação dos resultados com erros não robustos; no entanto, ao se estimar as mesmas regressões com erros robustos, os resultados se mantiveram estáveis. A significância foi calculada considerando a probabilidade bicaudal.

Fonte: elaborado pelos autores.

Os resultados indicam que a concentração de controle apresenta relação quadrática com o custo da dívida, isto é; até certo ponto, o aumento da concentração de controle é percebido como algo negativo pelos credores, fazendo com que eles exijam uma remuneração maior no fornecimento de capital, porém, à medida que a concentração de controle se torna muito elevada, os credores passam a ver isso como algo benéfico, o que se reflete em um menor *spread* cobrado no fornecimento de capital.

Um dos possíveis fatores que explicam a redução do custo da dívida à medida que a concentração de controle aumenta é o fato de isso reduzir a probabilidade de mudança de controle da empresa e de suas consequências para os credores. As mudanças de controle acionário tendem a implicar mudanças nas políticas de investimento, financiamento e de dividendos das empresas. Assim, quando as empresas não possuem um controlador definido, há a possibilidade de outros acionistas tomarem o controle da empresa (*takeover*) e procederem às mudanças indesejáveis pelos credores aos moldes da discussão apresentada por Ashbaugh-Skaife et al. (2006) e Klock et al. (2005). Consequentemente, se as mudanças indesejáveis pelos credores ocorrerem, estes poderiam ter de se sujeitar a assumir riscos desproporcionais *ex post* àqueles considerados quando da contratação da dívida. Isso reforça a constatação de que a mudança de controle é uma questão sensível para os credores da dívida no Brasil, em linha com o constatado por Konraht (2017), de que credores por debêntures no Brasil incluem, entre os diversos *covenants* da escritura da dívida, dispositivos que proíbem alterações do controle acionário da empresa durante a vigência da dívida, sem que tal alteração seja aprovada pela assembleia de debenturistas. Vale ressaltar que, como observado na Tabela 2, as empresas da amostra tendem a recorrer, predominantemente, ao capital de terceiros. Para manter o acesso a essa fonte de financiamento, os acionistas controladores podem apresentar uma maior preocupação com a reputação e, consequentemente, com o cumprimento das cláusulas contratuais, similar ao que foi exposto na literatura precedente, por exemplo, em Ashbaugh-Skaife et al. (2006), Anderson et al. (2003) e Byun et al. (2013).

A concentração de propriedade (Modelo 2) não apresenta significância estatística de forma a influenciar variações no *spread* da dívida. O efeito-alinhamento pode não ser um aspecto considerado pertinente pelos credores no momento da precificação dos títulos de dívida, ao menos no contexto brasileiro, uma vez que os acionistas majoritários tendem a se envolver na administração da empresa. O argumento de que a diferença entre direitos de controle e de propriedade aumenta o custo da dívida (Modelo 3) também não apresentou significância estatística. Na amostra analisada, a mediana das variáveis de concentração de propriedade e de concentração de controle não são expressivamente diferentes, embora o coeficiente de variação demonstre que as empresas são razoavelmente heterogêneas. Aparentemente, isto contraria os resultados relatados por Konraht et al. (2016) para o contexto brasileiro. Contudo, deve-se atentar ao fato de que esses autores utilizam como variável para custo da dívida a razão entre despesas financeiras e o passivo oneroso. Os resultados apresentados na Tabela 3 se referem ao custo da dívida enquanto custo de emissão de debêntures. As especificidades dos contratos de debêntures e o uso desses contratos pelas empresas podem interferir nos incentivos, tantos dos acionistas como dos credores.

Por fim, foram realizados testes adicionais reestimando as mesmas regressões dos modelos 1, 2 e 3, com a segmentação da amostra por modalidade de emissão de debênture: aberta ao público em geral e esforços restritos. Além desse teste, foi testada a substituição da variável diferença entre controle e propriedade, calculada a partir de Cronqvist e Nilsson (2003), por outras medidas de diferença entre direitos de votos e propriedade: (a) diferença (subtração) entre o percentual de controle e o percentual de propriedade; e, (b) variável binária identificando os casos em que o percentual de controle excede o percentual de propriedade. Os resultados encontrados nesses testes foram consistentes com aqueles apresentados na Tabela 4, não alterando as constatações da análise.

5. Considerações finais

Este artigo apresenta evidências acerca da relação entre a estrutura de propriedade e o custo da dívida, especificamente, em relação à captação de dívida via debêntures no Brasil. Duas hipóteses foram formuladas tendo como base as previsões teóricas acerca da magnitude dos custos de agência entre acionistas e credores. A primeira hipótese prevê que o excesso de controle aumentaria o custo da dívida, pressupondo-se que os custos da dívida aumentam à medida que os conflitos de interesse entre proprietários e credores também aumentam. Contudo, os resultados apresentados não confirmam que isto ocorre para a amostra analisada. Possivelmente, os credores têm conseguido, por exemplo, incorporar o risco de variância dos fluxos de caixa futuros nas cláusulas restritivas e nas garantias exigidas na emissão de debêntures, de forma a tornar as taxas de juros mais adequadas. Assim, o alinhamento entre proprietários e gestores e entre proprietários pode não ser a preocupação central dos credores.

A segunda hipótese previa que a concentração do direito de propriedade direta (controle) reduziria o custo da dívida. Para a concentração de controle direto os resultados foram positivos e significativos; ainda, a relação quadrática mostra que à medida que a concentração de controle aumenta essa relação se torna negativa. Por isso, interpreta-se que, até certo ponto, o aumento da concentração de controle é percebido como algo negativo pelos credores, fazendo com que eles exijam uma remuneração maior no fornecimento de capital; mas à medida que a concentração de controle se torna bastante elevada, os credores passam a ver isso como algo benéfico, o que se reflete em um menor *spread* cobrado no fornecimento de capital via emissão de debêntures. Como os resultados não foram significativos para a concentração de propriedade direta interpreta-se que, diante da configuração particular da propriedade no Brasil, os credores tendem a atribuir maior relevância ao risco de mudança do controle do que aos benefícios gerados pelo alinhamento de interesses vindos da concentração de propriedade.

Os resultados mostram que a percepção dos debenturistas (detentores da dívida) sobre o efeito do custo da dívida no valor da companhia difere daquele dos acionistas *outsiders*, ou seja, a questão do efeito alinhamento e do efeito entrenchamento. No Brasil, os acionistas majoritários são, frequentemente, os administradores da empresa ou mantêm uma relação muito estreita com a administração da empresa. Talvez, para os credores seja mais pertinente uma decisão abaixo do ideal do que uma mudança de risco. Por exemplo, como exposto por Jiraporn et al. (2013), se a administração agir preponderantemente em nome dos acionistas, pode ser que passe a subinvestir em projeto de valor presente líquido positivo, porque o benefício se acumularia principalmente para os detentores da dívida.

Por fim, cabe destacar que, dadas as decisões metodológicas adotadas para a operacionalização da pesquisa, os resultados apresentam algumas limitações. Primeiramente, os resultados obtidos limitam-se à amostra de séries de debêntures analisadas, uma vez que a análise do custo da dívida incluiu apenas as séries de debêntures que utilizam a remuneração no formato de taxa DI mais uma taxa fixa percentual, conforme detalhado na seção 3. Cada contrato de emissão de debêntures tende a apresentar muitas especificidades, as quais não foram tratadas na análise dos dados agrupados. Outra limitação é que a estrutura de propriedade e controle pode também ser analisada sob outras perspectivas, tal como pela abordagem da identidade do acionista controlador, em que a literatura aponta haver diferença na percepção de valor da firma quando o controle é individual ou familiar, estatal, institucional, nacional ou estrangeiro, por exemplo. Além disso, como a análise é feita para a participação acionária direta, pesquisas futuras poderiam considerar as participações acionárias piramidais, ou seja, as participações indiretas que tendem a demonstrar concentração do controle onde aparentemente não haveria. Por fim, a análise não é conduzida para outras formas de financiamento das empresas, as quais são utilizadas, por vezes, concomitantemente ao financiamento por debêntures, como empréstimos bancários e aqueles intragrupo. Os resultados desta pesquisa podem ser refinados ainda mais, levando em consideração, simultaneamente, o custo de outras fontes de financiamento, a identidade do acionista controlador e, até mesmo, características do conselho de administração.

Referências

- Aldrighi, D. M. (2014). Concentração da propriedade do capital e controle das empresas no Brasil. *Anais. Sociedade Brasileira de Finanças*. Recuperado de <http://www.sbfin.org.br/site/Encontros/2014/artigosaceitos?action=AttachFile&do=get&target=ID4663.pdf>
- Aldrighi, D. M., & Mazzer Neto, R. (2007). Evidências sobre as estruturas de propriedade de capital e de voto das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 61(2), pp. 129-152. Recuperado de <https://www.scielo.br/pdf/rbe/v61n2/a01v61n2.pdf> doi: 10.1590/S0034-71402007000200001.
- Aldrighi, D. M., & Postali, F. A. S. (2011). Propriedade piramidal das empresas no Brasil. *Economia: Revista da ANPEC*, 12(1), pp. 27-48. Recuperado de http://www.anpec.org.br/revista/vol12/vol12n1p27_48.pdf
- ANBIMA (2020). *Boletim de Mercado de Capitais 02/2020: renda variável representa 60% do volume captado em fevereiro*. Recuperado de: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/renda-variavel-representa-60-do-volume-captado-em-fevereiro.htm
- Anderson, R. C., Mansi, S. A., & Reeb, D. M. (2003). Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics*, 68(2), pp. 263-285. doi: 10.1016/S0304-405X(03)00067-9.
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., & Iquiapaza, R. A. (2014). Estrutura piramidal de controle, emissão de duas classes de ações e desempenho financeiro das empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Finanças*, 12(4), pp. 555-595. doi: 10.12660/rbfin.v12n4.2014.24499
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & LaFond, R. (2006). The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42(1-2), pp. 203-243. doi: 10.1016/j.jacceco.2006.02.003.
- Aslan, H., & Kumar, P. (2012). Strategic ownership structure and the cost of debt. *The Review of Financial Studies*, 25(7), pp. 2257-2299. doi: 10.1093/rfs/hhs062.
- Barros, C. M. E., Silva, P. Y. C., & Voese, S. B. (2015). Relação entre o custo da dívida de financiamentos e governança corporativa no Brasil. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(2), pp. 7-26. Recuperado de <https://www.revistacgg.org/contabil/article/view/641/pdf>
- Bebchuk, L., Kraakman, R., & Triantis, G., 2000. *Stock pyramids, cross ownership, dual-class equity: The creation and agency costs of separating control from cash flow rights*. In: Morck, R.K. (Ed.), *Concentrated corporate ownership*. University of Chicago Press, Chicago, pp. 295-318. Recuperado de <https://www.nber.org/papers/w6951.pdf> doi: 10.3386/w6951.
- Bharath, S. T., Sunder, J., & Sunder, S. V. (2008). Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83(1), pp. 1-28. doi: 10.2308/accr.2008.83.1.1
- Bortolon, P. M. (2013). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS*, 10(1), pp. 2-18. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/314641777_Por_que_as_empresas_brasileiras_adotam_estruturas_piramidais_de_controle doi: 10.4013/base.2013.101.01
- Bortolon, P. M., & Leal, R. P. C. (2014). Dual-class unifications and corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 20, pp. 89- 108. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1566014114000375?via%3Dihub> doi: 10.1016/j.ememar.2014.06.003

- Boubakri, N., & Ghouma, H. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance*, 34(10), pp. 2481-2499. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426610001329> doi: 10.1016/j.jbankfin.2010.04.006.
- Byun, H.-Y., Choi, S., Hwang, L.-S. S., & Kim, R. G. (2013). Business group affiliation, ownership structure, and the cost of debt. *Journal of Corporate Finance*, 23, pp. 311-331. Recuperado de https://pdfs.semanticscholar.org/7a02/cb5ed39bf6955ba70d1d1c5cd8f77992aaf9.pdf?_ga=2.252555726.63341923.1588187574-401073071.1581106557 doi: 10.1016/j.jcorpfin.2013.09.003.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24, pp. 142-153. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/rcf/article/view/78826/82891> doi: 10.1590/S1519-70772013000200005.
- Céspedes, J., González, M., & Manzano, C. M. (2010). Ownership and capital structure in Latin America. *Journal of Business Research*, 63(3), pp. 248-254. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S014829630900068X?via%3Dihub#aep-abstract-id5> doi: 10.1016/j.jbusres.2009.03.010
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002). Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), pp. 2741-2771. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/full/10.1111/1540-6261.00511> doi: 10.1111/1540-6261.00511.
- Comissão de Valores Mobiliários (2009). Instrução Normativa no 476/09. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Recuperado de: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>
- Crisóstomo, V. L., Brandão, I. de F., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, pp. 1-15. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531918310997>. doi: 10.1016/j.ribaf.2019.101076
- Cronqvist, H., & Nilsson, M. (2003). Agency costs of controlling minority shareholders. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(4), pp. 695-719. doi: 10.2307/4126740.
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. (2016). Governança corporativa e custo de capital de terceiros: Evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração*, 22(1), pp. 106-133. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1413-23112016000100106&lng=en&nrm=iso&tlng=pt. doi: 10.1590/1413-2311.016162016.62739
- Grillo, F. F., Reina, D., Bortolon, P. M., & Sarlo Neto, A. (2017). Influência da presença familiar no controle, gestão e conselho de administração sobre a relevância e a tempestividade das informações contábeis. *Revista Universo Contábil*, 13(1), pp. 85-105. Recuperado de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/5885> doi: 10.4270/RUC.2017105.
- Guedhami, O., & Mishra, D. (2009). Excess Control, Corporate Governance and Implied Cost of Equity: International Evidence. *The Financial Review*, 44(4), pp. 489-524. Recuperado de <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6288.2009.00227.x> doi: 10.1111/j.1540-6288.2009.00227.x
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329. doi: 10.2139/ssrn.99580

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305–360. Recuperado de https://uclafinance.typepad.com/main/files/jensen_76.pdf doi: 10.1016/0304-405X(76)90026-X.
- Jiraporn, P., Chintrakarn, P., Kim, J. C., & Liu, Y. (2013). Exploring the agency cost of debt: Evidence from the ISS Governance Standards. *Journal of Financial Services Research*, 44(2), pp. 205–227. Recuperado de <https://link.springer.com/article/10.1007/s10693-012-0142-2> doi: 10.1007/s10693-012-0142-2.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1–2), pp. 3–27. https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/ip_corpgov.pdf Recuperado de doi: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9
- Klock, M., Mansi, S., & Maxwell, W. (2005). Does corporate governance matter to bondholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, pp. 693–720. doi: 10.1017/S0022109000001940.
- Konraht, J. M. (2017). *Determinantes da utilização dos covenants contábeis nas debêntures emitidas pelas empresas listadas na BM&FBOVESPA* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, SC, Brasil. Recuperado de <https://repositorio.ufsc.br/bitstream/handle/123456789/178713/347921.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Konraht, J. M., Camargo, R. V. W., & Vicente, E. F. R. (2016). Excesso de controle acionário: um estudo do seu reflexo sobre o custo da dívida das empresas brasileiras de capital aberto. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 35(2), pp. 105–121. Recuperado de <http://periodicos.uem.br/ojs/index.php/Enfoque/article/view/31371/pdf> doi: 10.4025/enfoque.v35i2.31371.
- Konraht, J. M., & Soares, R. O. (2020). O Duplo Papel dos Covenants Contábeis na Captação de Dívida no Brasil. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22(1), pp. 183–199. Recuperado de https://www.scielo.br/pdf/rbgn/v22n1/pt_1983-0807-rbgn-22-01-183.pdfdoi: 10.7819/rbgn.v22i1.4041
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan, Y. (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 100(1), pp. 1–23. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S03044405X10002485>doi: 10.1016/j.jfineco.2010.10.012.
- Lugo, S. (2019). Insider ownership and the cost of debt capital: Evidence from bank loans. *International Review of Financial Analysis*, 63(5), pp. 357–368. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1057521916301934?via%3Dihub> doi: 10.1016/j.irfa.2016.12.007.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), pp. 147–175. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/0304405X77900150> doi: 10.1016/0304-405X(77)90015-0.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), pp. 119–135. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/31027/estrutura-de-propriedade-e-desempenho-corporativo-no-brasil>
- Sanchez-Ballesta, J. P., & García-Meca, E. (2011). Ownership structure and the cost of debt. *European Accounting Review*, 20(2), pp. 389–416. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/227613958_Ownership_Structure_and_the_Cost_of_Debtdoi: 10.1080/09638180903487834
- Sheng, H. H., & Saito, R. (2005). Determinantes de *spread* das debêntures no mercado brasileiro. *Revista de Administração*, 40(2), pp. 193–205 Recuperado de <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V4002193.pdf>.

- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, pp. 737–783. Recuperado de <https://scholar.harvard.edu/files/shleifer/files/surveycorpgov.pdf>doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x
- Silva, A. L. C. (2004). Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, 39(4), pp. 348-361. Recuperado de <http://rausp.usp.br/wp-content/uploads/files/V3904348a361.pdf>
- Silva, E. D. S., Santos, J. F. D., & Almeida, M. A. (2012). Os efeitos dos mecanismos de governança corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures. *Revista de Negócios*, 17(3), pp. 80-93. Recuperado de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/rn/article/view/3106/2085>doi: 10.7867/1980-4431.2012v17n3p80-93
- Silveira, A. M., Barros, L. A. B., & Famá, R. (2008). Atributos corporativos e concentração acionária no Brasil. *Revista de Administração de Empresas*, 48(2), pp. 51-66. Recuperado de https://rae.fgv.br/sites/rae.fgv.br/files/artigos/10.1590_S0034-75902008000200005.pdf doi: 10.1590/S0034-75902008000200005.
- Steijvers, T., & Voordeckers, W. (2009). Private family ownership and the agency costs of debt. *Family Business Review*, 22(4), pp. 333–346. Recuperado de <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.1018.7572&rep=rep1&type=pdf> doi: 10.1177/0894486509338291.

Estratégias de *coping* adotadas por discentes de Contabilidade

Iago França Lopes

<https://orcid.org/0000-0001-7627-4815> | E-mail: iagofrancalopes@gmail.com

Alison Martins Meurer

<https://orcid.org/0000-0002-3704-933X> | E-mail: alisonmmeurer@gmail.com

Romualdo Douglas Colauto

<https://orcid.org/0000-0003-3589-9389> | E-mail: rdcolauto.ufpr@gmail.com

Resumo

Objetivo: *Coping* são mudanças nos esforços cognitivos e comportamentais com o intuito de lidar situações estressoras e desprazer. Este estudo analisa a associação entre as estratégias de *coping*, convencionando às características de discentes de Contabilidade de IES da cidade de Curitiba (PR).

Método: A Amostra é composta por 311 discentes de duas IES da cidade de Curitiba, PR. Os dados coletados a partir de uma *survey* foram analisados por meio de Correlação de *Spearman* e teste não paramétrico de *Kruskal-Wallis* (K-W).

Resultados: As maiores associações ocorrem entre as estratégias de distração consubstanciadas em fazer outras coisas mais agradáveis e pensar menos no problema e/ou na situação estressora e de desprazer, e conversão e aditividade, como a adoção de práticas relacionadas ao uso de drogas lícitas e ilícitas. Nota-se que os participantes, quando analisados por Gênero, Instituição de Ensino Superior e Faixa Etária apresentaram diferentes níveis de concordância, compreendidos como significativos frente às dimensões Controle, Distração e Recusa, Suporte Social, Retraimento e Conversão e Aditividade. Nota-se também que o período no qual o discente está matriculado o conduz em nível diferenciado e significativo na busca por Suporte Social frente a situações estressoras e de desprazer.

Contribuição: Contribui-se apresentando um delineamento padrão explícito das manifestações das estratégias de *coping* adotadas por discentes de contabilidade.

Palavras-Chave: Estratégia de *Coping*; Educação Contábil; Estudantes de Contabilidade Brasileiros.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 29/11/2019. Pedido de Revisão em 2/12/2019. Resubmetido em 3/4/2020. Aceito em 20/4/2020 por Dra. Bruna Camargos Avelino (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

Coping são mudanças nos esforços cognitivos e comportamentais com o intuito de gerenciar as adversidades que sobrecarregam e excedem as capacidades naturais dos indivíduos (Lazarus & Folkman, 1984). Assim, as estratégias de *coping* representam esforços de enfrentamento cognitivo-comportamental para minimizar ou evitar ameaças, danos ou perdas em resposta a agentes indutores de estresse e emoções que permeiam os diferentes ambientes de convívio social (Gloria & Steinhardt, 2016; Costa & Leal, 2006; Cardoso, 1999).

Na perspectiva cognitiva, o *coping* pode ser compreendido sob uma visão focalizada no problema e outra na emoção (Folkman & Lazarus, 1980). O *coping* focalizado no problema é representado por atitudes que visam lidar e solucionar determinadas situações. Normalmente, este tipo de estratégia é adotada quando o indivíduo julga o problema passível de ser contornado. O *coping* orientado para a emoção é caracterizado por estratégias de evitação adotadas quando há dúvidas sobre a possibilidade de a adversidade ser contornada. As estratégias baseadas na emoção podem ser prejudiciais ao indivíduo, pois estão inscritas em atitudes de esquívamento, isolamento, consumo de bebidas alcoólicas e substâncias lícitas ou ilícitas a fim de amenizar as pressões vivenciadas em distintos contextos (Antoniazzi, Dell'Aglio & Bandeira, 1998; Pereira & Branco, 2016).

Pesquisadores (Costa & Leal, 2006; Pacheco, 2008; Carlotto, Câmara, Otto & Kauffmann, 2010; Carlotto, Teixeira & Dias, 2015) têm fortalecido os argumentos de que observar as estratégias de *coping* dos discentes permite compreender situações estressoras que implicam a formação profissional, na postura frente às incertezas com a carreira profissional e nos relacionamentos interpessoais vivenciados pelos estudantes no ambiente acadêmico. Estudos na área de saúde (Aiken & Sloane, 1997; Antoniazzi, Dell'Aglio & Bandeira, 1998; Hammer, Grigsby & Woods, 1998; Suehiro, Santos, Hatamoto, & Cardoso, 2008; Pacheco, 2008; Carlotto et al., 2010; Maturana & Valle, 2014; Bassols et al., 2015; Gloria & Steinhardt, 2016) fortaleceram a necessidade de comprometimento das instituições no desenvolvimento profissional dos discentes, visto que o processo de formação universitária perpassa a exposição a vulnerabilidade, pressão e cumprimento de metas em excesso, entre outras condições que são percebidas como estressantes e que impõem ao indivíduo necessidades de desenvolvimento de estratégias para adaptar-se a essa realidade.

Na área de Ciências Contábeis, há esforços por parte de pesquisadores em compreender os elementos cognitivos e comportamentais no ambiente acadêmico (Lim, Tam & Lee, 2013). Lim, Tam e Lee (2013) discutiram as relações entre estresse percebido, estratégias de *coping* e a saúde de 1.785 estudantes de Ciências Contábeis da Malásia. Os resultados indicaram que o nível de estresse percebido pelos discentes está associado às estratégias de *coping* manifestadas no ambiente universitário. Esse resultado fomenta o desenvolvimento de investigações que ampliem a análise de ações para o aperfeiçoamento das estratégias de *coping* entre educadores, discentes e equipes disciplinares de cursos de Contabilidade uma vez que este atributo do comportamento do discente mostrou-se associado ao estresse.

Dessa forma, esta pesquisa tem por interesse analisar a associação entre as estratégias de *coping* de discentes de Contabilidade de IES da cidade de Curitiba (PR). De modo complementar, verifica-se o condicionamento dessas estratégias de *coping* de acordo com as características observáveis dos respondentes. Sendo assim, busca-se responder à seguinte questão problema: **Qual a associação entre as estratégias de *coping* de discentes de Contabilidade de instituições de ensino superior da cidade de Curitiba (PR)?**

A problemática identificada nesta investigação mostra-se importante, pois contribui para a ampliação das discussões e compreensão de como futuros profissionais enfrentam situações de adversidades e estresse no ambiente acadêmico. Reconhece-se que o discente de graduação, desde os primeiros anos do curso, é exposto a situações que ensejam responsabilidades profissionais e acadêmicas, exaustão emocional e estresse. Esse cenário é pertinente ao ingresso no ensino superior, o qual propõe ao discente um ambiente de ensino-aprendizagem totalmente distinto do ensino secundário. Essa distinção alcança desde as relações pedagógicas, as quais são praticadas e preconizadas neste ambiente, até as métricas de mensuração do desempenho deste indivíduo (Araújo, Almeida, & Paúl, 2003; Veiga & Lopes, 2020).

Restringir esta investigação aos estudantes de Ciências Contábeis torna-se relevante pelo fato de a maioria dos componentes desse grupo possuir jornada dupla (Peleias, Guimarães, Chan, & Carlotto, 2017); boa parte desses discentes, ao longo do curso de graduação, é incorporada pelo espaço profissional da Contabilidade e passa a conciliar simultaneamente responsabilidades acadêmicas e profissionais (Vargas & Paula, 2013; Souza & Durso, 2018). É sabido que o curso de Ciências Contábeis tem elevada permeabilidade no mercado de trabalho. Esta característica é relevante, pois segurança e estabilidade são elementos priorizados na prospecção de carreira de discentes em Ciências Contábeis (Lopes & Meurer, 2019). Por outro lado, representa um fato desgastante e torna-se uma produtora de tensões, a exemplo da manifestação da síndrome de *burnout* (Peleias et al., 2017) e traços de ansiedade (Reis, Miranda & Freitas, 2017), visto que, além de estarem expostos a uma nova configuração de ensino-aprendizagem, estão continuamente expostos às mudanças normativas típicas da profissão e que demandam habilidades relacionadas a inteligência emocional e técnica (Cook, Bay, Visser, Myburgh, & Njoroge, 2011).

A temática deslocada para o ambiente de educação contábil mostra-se importante à medida que mapeia quais são as estratégias de *coping* adotadas por discentes de contabilidade de instituições de ensino brasileira com a intenção de promover o bem-estar no ambiente acadêmico. Em longo prazo, esse mapeamento pode servir como informações estratégicas para as instituições de ensino que buscam adotar mecanismos para minimizar situações indutoras de estresse e emoções que permeiam os diferentes ambientes de convívio social, visto que o comportamento assumido por discentes no ambiente acadêmico é um consequente do estado emocional e da aprendizagem reflexiva do aluno (Lopes, Meurer & Voese, 2018). Na Malásia, por exemplo, o elevado nível de estresse de 2.354 estudantes resultou em um programa de ação corretiva do governo nacional (Lim, Tam & Lee, 2013).

As descobertas desta investigação podem auxiliar no aprimoramento do ambiente de formação profissional dos discentes e na redução da transferência de comportamentos estressantes para o mercado de trabalho e para o convívio social dos indivíduos (Meriac, 2012), à medida que se ilustra um delineamento padrão explícito das manifestações das estratégias de *coping* adotadas por estudantes. Além disso, compreender como ocorre o enfrentamento de situações estressoras no ambiente acadêmico promove o aperfeiçoamento de estratégias de enfrentamento de problemas indisciplinados, uma vez que leva a reflexão de situações que conduzem a pressões e adversidades que contrastam com o espaço socioacadêmico.

2. Referencial Teórico

2.1 Estratégia de *Coping*

Além do estresse biológico, referente à condição básica para haver vida, o sujeito é exposto a diversas situações decorrentes do seu convívio em sociedade que causam e manifestam o estresse. Em resposta a esses processos, as estratégias de *coping* representam uma forma de gerenciar essas ameaças e os efeitos deletérios do estresse contido nas situações vividas com a proposta de alcançar um estado de bem-estar (Vaconcellos, 2017).

Lazarus e Folkman (1984) definem *coping* como “mudanças constantes nos esforços, cognitivos e comportamentais, utilizado pelos indivíduos com objetivo de lidar com demandas específicas, internas ou externas, que são avaliadas como sobrecarregando ou excedendo seus recursos pessoais” (Lazarus & Folkman, 1984, p.141). Em essência, as estratégias de *coping* representam uma mobilização consciente de recursos em resposta comportamental do sujeito em relação a situações estressoras e de desprazer (Vaconcellos, 2017), ou seja, é resultado de uma transação pessoa-ambiente (Latack & Havlovic, 1992).

As estratégias de *coping* podem ser segregadas nas dimensões Controle, Suporte Social, Retraimento, Distração ou Recusa e Conversão e Aditividade (Esparbès, Sordes-Arder & Tap, 1993), conforme Figura 1.

Dimensões	Descrição
Controle	Implica o autocontrole da situação (resistir ao impulso de fazer juízos irrefletidos, e de tomar decisões precipitadas; ter tempo para agir), a coordenação dos comportamentos ou atividades (traçar objetivos, fazer um plano, tratar o problema de forma abstrata e lógica) e a contenção das emoções (não entrar em pânico, não mostrar aos outros as emoções que vivenciam).
Suporte Social	Abrange o pedido, desejo ou necessidade de ajuda em termos cooperativos (de trabalho conjunto), cognitivos (pedido de conselhos e informações) e afetivos (necessidade de escuta, reconhecimento ou alento).
Retraimento	Implica uma tendência para se isolar do mundo exterior (afastamento social), um esforço para não pensar no problema (refugiando-se no imaginário ou no sonho) ou ter dificuldades em descrever suas emoções e sentimentos (alexitimia).
Distração ou Recusa	Significa agir como se o problema não existisse, desenvolver atividades para se distrair ou “esquecer” o problema.
Conversão e Aditividade	Engloba a mudança, a nível dos comportamentos (em função do problema) ou das posições cognitivas (que permitam aceitar a situação ou aprender a viver com ela), a centralização nas formas de resolver o problema, após analisá-lo, e ainda a adoção de comportamentos de compensação (drogas, medicamentos, tabaco).

Figura 1. Dimensões das Estratégias de *Coping* no Ensino Superior

Fonte: elaborado com base em Esparbès, Sordes-Arder e Tap (1993) e Costa e Leal (2006).

Conforme destacado na Figura 1, existem múltiplas possibilidades e manifestações do *coping*. Essa pluralidade de enfrentamento de situações de estresse e desprazer conduzem a um processo associativo entre as estratégias de *coping*, uma vez que “o *coping* [representa] uma reação à situação de *stress*, ele também pode gerar, por si, uma nova situação de *stress*, diferente da inicial” (Vasconcellos, 2017, p. 290), conduzindo o sujeito a adotar uma nova estratégia de *coping*. Assim, Vasconcello (2017, p. 288) destaca que “apesar de desenvolvermos uma estratégia de *coping* para lidar com a situação desfavorável, essa estratégia pode, mais tarde, gerar problemas, os quais se somarão aos já manifestados. Todos conhecemos casos em que a “solução” agrava mais ainda o problema pré-existente”. A Figura 2 apresenta a descrição das múltiplas possibilidades e manifestações do *coping* e o surgimento de uma nova situação estressora.

Múltiplas possibilidades e manifestações do <i>coping</i> e o surgimento de uma nova situação de <i>stress</i>	Descrição
<i>Eu coping-eustress</i>	A estratégia processada gera um estado de alívio prazeroso, porém com forte ativação de estresse.
<i>Eu coping-distress</i>	A estratégia de <i>coping</i> , apesar de eficaz, gera um novo estado de estresse negativo para o organismo.
<i>Dis coping-eustress</i>	Uma péssima estratégia gera, porém, um nível agradável de estresse.
<i>Dis coping-distress</i>	Quando uma estratégia ineficaz de <i>coping</i> gera uma situação de estresse desagradável.

Figura 2. Múltiplas possibilidades e manifestações do *coping* e o surgimento de uma nova situação de *stress*

Fonte: elaborado a partir de Vasconcellos (2017), p. 290.

A partir da Figura 2, é defendido que as estratégias de *coping* estão associadas uma vez que, ao desenvolver esta característica comportamental frente a situações estressoras e desprezar, tal ação pode causar mais problemas, os quais se somarão aos já manifestados. Conduzindo assim, o indivíduo a uma dinâmica desse fenômeno.

2.2 Evidências Empíricas

Estudos sobre estratégias de *coping* fornecem evidências para compreensão do comportamento dos indivíduos expostos a situações estressoras internas e externas ao ambiente acadêmico e profissional (Lazarus & Folkman, 1984; Tamayo & Tróccoli, 2002; Costa & Leal, 2006). Assim, as formas de gerenciar as situações adversas possuem implicações sobre o comportamento e a saúde mental dos universitários. Karaca et al. (2019) apontaram que o uso de estratégias otimistas para a resolução de problemas é benéfico à saúde mental, sendo que estudantes que adotam estratégias de evitação ou recusa possuem maiores riscos de apresentar problemas mentais. Por outro lado, as diferentes formas de *coping*, além de estarem relacionadas com a saúde mental dos universitários (Karaca et al., 2019; Gil-Monte, 2005) podem estar atreladas a outros atributos presentes no espaço socioacadêmico. Moretti e Hübner (2017) discutiram a forma em que a rotina acadêmica interfere nos níveis de estresse de alunos de graduação. Foram investigados 184 alunos que consideraram que a rotina acadêmica influencia negativamente no nível de estresse. A pesquisa revelou que a relação aluno-professor, quantidade de provas e trabalhos, os métodos de ensino ultrapassado e obsoletos são variáveis que intensificam a manifestação de estresse e exaustão emocional no discente. Os resultados indicaram a necessidade de novas políticas educacionais, a adoção e desenvolvimento de programas que mitiguem os eventos identificados como causadores de estresse e exaustão emocional e, até mesmo, a necessidade de intervenções terapêuticas perante os discentes (Moretti & Hübner, 2017).

Hirsch et al. (2015) discutiram que discentes satisfeitos com as experiências vivenciadas no ambiente universitário tendem a adotar estratégias de *coping* atreladas à reavaliação dos problemas e planejamento das possíveis soluções para as situações adversas. Por outro lado, acadêmicos insatisfeitos adotam estratégias negativas de negação do problema, afastamento, distração e resignação buscando fugir das situações desagradáveis.

Lim, Tam e Lee (2013) investigaram 1.785 discentes de Contabilidade de três universidades públicas e duas universidades privadas com a proposta de discutir a associação entre estresse percebido, estratégias de *coping* e saúde. Os resultados indicaram que aspectos relacionados a saúde mensurados por meios de (i) sintomas somáticos, (ii) ansiedade e insônia, (iii) disfunção social e (iv) depressão estão associados negativamente as estratégias de *coping*. Notou-se também que o estresse percebido pelos discentes está positivamente associado às estratégias de *coping*.

Entre as discussões elencadas, as preocupações pairam em compreender como esses diferentes comportamentos se associam e impactam tanto os indivíduos como o espaço socioacadêmico. Ao se deparar com situações estressoras, de pressão e de exaustão emocional o discente tem a discricionariedade de adotar estratégias de *coping* que beneficiem o desenvolvimento da sua trajetória acadêmica ou não. Estratégias de enfrentamento relacionadas à recusa, distração e retraimento podem resultar em desinteresse, desânimo e fragilidade no processo de ensino-aprendizagem (Gibbons, Dempster & Moutray, 2010). De modo contrário, estudantes que adotam estratégias baseadas no enfrentamento do problema, na busca de apoio familiar e no suporte social apresentam menores níveis de estresse e fortalecem sua capacidade de resiliência (Costa & Leal, 2006; Hirsch et al., 2015).

As estratégias de *coping* são eficazes quando auxiliam o indivíduo a enfrentar os problemas e diminuem as tensões ocasionadas pelos eventos estressantes e de desprazer, implicando em uma busca por adaptação a situação vivenciada (Vinay, Esparbès-Pistre & Tap, 2000). Essa adaptabilidade de enfrentamento ativo e planejado tende a proporcionar melhores resultados, em contraponto às estratégias de negação que frequentemente resultam em consequências indesejadas (Lazarus & Folkman, 1984; Brown, Westbrook, & Challagalla, 2005), como comportamentos de recusa, baixa resiliência emocional e baixo nível de autoconfiança.

3. Procedimentos Metodológicos

3.1 População e Amostra

A população da pesquisa compreende os estudantes matriculados nos cursos de Ciências Contábeis de duas Instituições de Ensino Superior (IES) da cidade de Curitiba (PR), sendo uma pública e outra privada. Dessa forma, a amostra possui característica não probabilista e é composta por 311 estudantes que responderam o instrumento de pesquisa de forma completa.

3.2 Instrumento de Pesquisa

O instrumento de pesquisa é composto de dois blocos. O primeiro versa sobre as estratégias de *coping* que abrangem situações problemáticas e estressantes vivenciadas por estudantes no ambiente acadêmico. Neste bloco optou-se pelo instrumento utilizado por Costa e Leal (2006), estes aplicaram a escala de Esparbès, Sordes-Arder e Tap (1993) para o contexto do ensino superior em Portugal. Ressalta-se que para o contexto brasileiro Chamon (2006) valida a escala de Esparbès, Sordes-Arder e Tap (1993) perante enfermeiros, técnicos e auxiliares de enfermagem de um hospital e bancários. Pelo fato de o estudo de Chamon (2006) estar envolto a um grupo distinto do investigado e de interesse nesta investigação optou-se pelo instrumento já validado para o contexto universitário português.

Assim, este bloco do instrumento de pesquisa possuía 54 assertivas fechadas e passaram por um processo de validação com vistas à adequação ao contexto educacional brasileiro. Este processo inicialmente contou com a participação de cinco pesquisadores da área de Educação em Contabilidade e pelos coordenadores dos cursos que compuseram as instituições de interesse da pesquisa. A participação dos pesquisadores quanto à validação do instrumento deu-se na avaliação de presença de significado dúbio, aproximação com o participante da pesquisa e linguagem pertinente ao curso de graduação em Ciências Contábeis. Por exemplo: *ex ante* (i) – “ataco o problema de frente”, *ex post* (i) “Eu enfrento o problema de frente”.

Já os coordenadores, além de atuarem na mesma condição dos pesquisadores, contribuíram na avaliação quanto à aplicabilidade das estratégias de *coping* elencadas aos diferentes comportamentos dos alunos do nível de graduação do curso de Ciências Contábeis. Por exemplo: *ex ante* (i) – “ataco o problema de frente”; “enfrento a situação”; “vou diretamente ao problema”; *ex post* (i) “Eu enfrento o problema de frente”. Assim, após esse processo fora constituído um instrumento de pesquisa mais enxuto, composto por 32 assertivas, conforme exposto na Figura 3.

Bloco	Constructo	Número de Assertivas Instrumento Original	Número de Assertivas Instrumento Adaptado	Referência
I	Controle	15	6	Costa e Leal (2006) e Esparbès, Sordes-Arder e Tap (1993)
	Distração e Recusa	12	9	
	Suporte Social	7	5	
	Retraimento	8	5	
	Conversão e Aditividade	8	7	

Figura 3. Composição do Instrumento de Pesquisa

Fonte: dados da pesquisa.

A partir da Figura 3, defende-se que as estratégias de *coping*, no ambiente universitário brasileiro, assumem as dimensões Controle, Distração e Recusa, Suporte Social, Retraimento e Conversão e Aditividade. Para tal, adota-se uma escala de avaliação; foi solicitado ao respondente que atribuisse uma nota de 1 a 10, sendo 1 = Pouco concordo e 10 = Concordo totalmente. A opção por essa estrutura de escala deu-se por uma questão semântica. O segundo bloco permitiu a caracterização dos 311 respondentes. Este era composto de três questões fechadas, as quais identificavam, gênero, período do curso e tipologia da IES e uma questão aberta dedicada à identificação da idade.

3.3 Questões Éticas

Antes da aplicação da *survey* alguns cuidados foram tomados. A escala desenvolvida por Esparbès, Sordes-Arder e Tap (1993) e aplicada no contexto português por Costa e Leal (2006) possui carácter não patológico, sendo assim, ela é livre e sua aplicação não demanda autorização e/ou pagamento. No momento da aplicação do questionário, quatro particularidades da pesquisa foram comunicadas aos respondentes, a saber: (i) os pesquisadores disponibilizaram aos discentes o Termo de Consentimento Livre e Esclarecido (TCLE); (ii) os possíveis respondentes foram comunicados que a participação na pesquisa era voluntária e anônima; (iii) ademais, que a qualquer momento, o estudante poderia interromper o preenchimento do instrumento sem qualquer prejuízo para ele; e (iv) que o tratamento dos dados ocorreria de forma sigilosa o que preservaria a individualidade e anonimato do estudante.

3.4 Coleta e Tratamento dos Dados

A *survey* foi aplicada *in loco* por pesquisadores qualificados. Foi solicitada a autorização dos departamentos de Contabilidade das instituições de ensino superior para aplicação do questionário aos estudantes durante os meses de outubro e novembro de 2018. Por fim, o tempo médio para o preenchimento do instrumento de pesquisa era de aproximadamente 8 minutos.

Após a coleta, os dados foram organizados no *Microsoft Office Excel*[®] e tratados sob duas perspectivas. A primeira consiste na técnica de análise denominada de Correlação de *Spearman*, devido à não normalidade dos dados verificada pelo teste de *Kolmogorov-Smirnov*, análise de histograma e gráfico Q-Q normal. O coeficiente de correlação varia entre -1 e 1 e a correlação pode ser classificada como forte, média, fraca (Cohen, 1988; Brites, 2007). Neste estudo, os coeficientes foram interpretados da seguinte forma: 0 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, se uma associação positiva ou negativa (Brites, 2007).

A segunda perspectiva está consubstanciada no teste não paramétrico, de *Kruskal-Wallis* (K-W), para identificar diferenças no *Mean Ranking* entre os grupos, utilizando um nível de significância de 5%. O teste de *Kruskal-Wallis* analisa a classificação média de cada agrupamento a fim de identificar diferenças estatísticas entre agrupamentos distintos (Field, 2009).

4. Análise dos Resultados

4.1 Perfil do Respondente e Estatística Descritiva

A Tabela 1 apresenta o perfil do respondente da pesquisa. Assim, os resultados desta investigação contemplam a percepção de estudantes de duas IES da cidade de Curitiba (PR).

Tabela 1

Perfil da Amostra

Gênero	F	%	Período	F	%
Feminino	161	51,77	1º/2º semestre	125	40,19
Masculino	149	47,91	3º/4º semestre	101	32,48
Agênero ou Não Binário	1	0,32	5º/6º semestre	77	24,76
Prefiro não responder	0	0,00	7º/8º semestre	8	2,57
Idade*	F	%	Instituição de Ensino Superior	F	%
De 17 anos até 19 anos	80	25,72	Pública	224	72,02
De 20 anos até 21 anos	87	27,97	Privada	87	27,98
De 22 anos até 25 anos	78	25,08			
De 26 anos até 47 anos	66	21,22			

Nota: f = Frequência; % = percentual

Fonte: dados da pesquisa.

A partir da Tabela 1, nota-se que mais de 50% dos respondentes da pesquisa se identificam com o sexo feminino; a maioria possui de 20 a 21 anos (27,97%); estão cursando o primeiro ano do curso de Ciências Contábeis (40,19%); e estão matriculados em instituição pública (72,02%). Na Tabela 2, são apresentadas a média, mediana, moda e o desvio-padrão de cada assertiva da escala de *coping*.

Tabela 2

Estatística Descritiva

Estratégias de Coping	ME	MD	MO	DP	Estratégias de Coping	ME	MD	MO	DP
C1 - Eu enfrento o problema de frente.	7,74	8	8	1,87	C17 - Eu peço ajuda a Divindade Superior, que eu acredito.	5,48	6	1	3,47
C2 - Eu analiso a situação para melhor compreendê-la.	8,33	9	10	1,71	C18 - Eu trabalho em grupo com pessoas para me esquecer da situação.	3,80	3	1	3,11
C3 - Eu defino objetivos a serem alcançados.	8,09	8	10	1,76	C19 - Eu procuro solicitar ajuda dos meus amigos para acalmar a minha ansiedade.	5,35	5	1	2,95
C4 - Eu aceito que é necessário resolver o problema.	8,38	9	10	1,67	C20 - Eu pergunto às pessoas que passaram por situação similar, como resolveram o problema.	6,24	7	8	2,84
C5 - Eu entro em pânico.	4,20	3	1	2,82	C21 - É difícil utilizar palavras para descrever o que sinto frente a uma situação difícil.	5,16	5	1	4,06
C6 - Eu aumento meus esforços para resolver o problema.	7,76	8	8	1,91	C22 - Eu sinto-me tomado pelas minhas emoções.	4,75	5	5	2,67
C7 - Eu faço outra coisa mais agradável e evito pensar na situação.	4,38	4	1	2,65	C23 - Eu guardo para mim os meus sentimentos.	6,32	7	10	2,73
C8 - Eu ajo quando a situação me permite.	6,76	7	8	2,39	C24 - Eu evito me encontrar com pessoas.	4,33	4	1	2,79
C9 - Eu procuro realizar as atividades em grupo.	6,54	7	8	2,62	C25 - Sinto-me culpado pelo problema.	4,83	5	1	2,94
C10 - Eu faço outras atividades para pensar menos na situação.	4,73	5	5	2,66	C26 - Eu peço conselhos a profissionais (professores, médicos, psicólogos).	4,81	5	1	3,12
C11 - As minhas emoções desaparecem tão rapidamente como aparecem.	4,97	5	1	5,42	C27 - Eu faço planos de ação e tento aplicá-los.	6,61	7	8	2,51
C12 - Eu digo a mim mesmo que este problema não tem importância.	3,89	3	1	2,71	C28 - Eu mudo o meu comportamento em função da situação.	6,11	7	8	2,64
C13 - Eu levo na esportiva a situação em que me encontro.	4,57	4	1	3,02	C29 - Eu fico agressivo perante as outras pessoas.	3,56	3	1	2,76
C14 - Meus sentimentos não são alterados quando as dificuldades surgem.	4,52	4	1	2,84	C30 - Eu uso drogas lícitas (bebidas alcoólicas, cigarro, entre outras) para acalmar a minha angústia.	2,76	1	1	2,93
C15 - Eu reajo como se o problema não existisse.	3,25	2	1	2,55	C31 - Eu uso drogas ilícitas para acalmar a minha angústia.	1,91	1	1	2,12
C16 - Eu discuto o problema com os meus parentes.	4,76	5	1	3,15	C32 - Eu esqueço os meus problemas tomando medicamentos.	1,73	1	1	1,99

Nota: ME = Média; MD = Mediana; MO = Moda; DP = Desvio-padrão.

Fonte: dados da pesquisa.

Em termos de homogeneidade entre as estratégias de enfrentamento, nota-se a aceitação de que é necessário resolver o problema (C4), juntamente com analisar a situação para melhor compreendê-la (C2) e definir os objetivos a serem alcançados (C3) obtiveram as maiores modas e menor desvio-padrão. Esse fato indica que os discentes, em sua maioria, concordam com a necessidade de resolver adversidades as quais estão expostos de maneira ativa, analisando a situação e definindo os objetivos que devem ser alcançados na superação dessas situações. Essas estratégias de conotação positiva são importantes à medida que posturas de evitação são apontadas como prejudiciais ao estado psicológico do indivíduo (Chang et al., 2006).

Destaca-se que o uso de medicamentos (C32), de drogas ilícitas (C31) e reações como se o problema não existisse (C15) obtiveram as menores modas e menor desvio-padrão. Nesse sentido, poucos são os discentes que concordam com o uso de substâncias ilícitas ou adotam estratégias de evitação das situações estressoras. Apesar da baixa ocorrência dessas estratégias é necessário identificar este grupo de discentes e auxiliá-los na adoção de formas de enfrentamento focadas em ações proativas, que possibilitem a superação de adversidades sem fazer o uso de substâncias que possam prejudicar a saúde ou de ações de evitação.

Por fim, nota-se que o fato das emoções dos discentes desaparecerem tão rapidamente como aparecem (C11) e o mesmo possuir dificuldade em utilizar palavras para descrever o que sente frente a uma situação difícil (C21) obtiveram os maiores desvio-padrão. Isso indica não concordância e posicionamento distintos entre os respondentes quanto a essas estratégias de enfrentamento. Essa disparidade, pode ser justificada pelo fato de os discentes pertencentes à investigação concentrarem-se fortemente nos dois primeiros anos do curso de graduação, período de adaptações e enfrentamento de situações distintas no que tange à construção de uma identidade e vida socioacadêmica.

4.2 Análise Inferencial

Para analisar a associação entre as estratégias de *coping*, foi utilizada a Correlação de *Spearman* entre as assertivas que representam cada dimensão das estratégias de *coping* praticadas por discentes da amostra. Perfazendo o critério de Brites (2007) quanto à força e à significância da correlação, apenas as maiores associações por constructo são descritas. Além disso, os testes de diferenças entre grupos foram aplicados em cada constructo analisado. Como se pode observar na Tabela 3, as estratégias de *coping* que representam a dimensão Controle com maiores associações são as corporizadas em enfrentar o problema de frente (C1), analisar a situação para melhor compreendê-la (C2) e ao processo de definir objetivos a serem alcançados (C3).

Tabela 3

Estratégia de Coping: Controle

	C1	C2	C3	C4	C5	C6
C1 - Eu enfrento o problema de frente.	1,000					
C2 - Eu analiso a situação para melhor compreendê-la.	0,490**	1,000				
C3 - Eu defino objetivos a serem alcançados.	0,497**	0,562**	1,000			
C4 - Eu aceito que é necessário resolver o problema.	0,435**	0,553**	0,532**	1,000		
C5 - Eu entro em pânico.	-0,253**	-0,172**	-0,120*	-0,139*	1,000	
C6 - Eu aumento meus esforços para resolver o problema.	0,490**	0,455**	0,523**	0,496**	-0,139*	1,000
Comparação entre Grupos						
Feminino	167,43	168,86	159,10	160,11	135,34	152,82
Masculino	144,66	143,11	151,87	151,87	177,47	160,38
<i>p-value</i>	0,018	0,008	0,319	0,617	0,000	0,215
IES Privada	148,13	133,58	151,27	140,81	150,95	137,99
IES Pública	159,06	164,71	157,84	161,90	157,96	163,00
<i>p-value</i>	0,327	0,005	0,555	0,056	0,533	0,025
De 17 anos até 19 anos	143,91	157,22	158,56	154,53	156,98	164,77
De 20 anos até 21 anos	164,31	163,44	166,70	170,61	157,13	159,37
De 22 anos até 25 anos	152,62	148,37	144,90	151,50	153,89	144,79
De 26 anos até 47 anos	163,70	153,74	151,92	143,84	155,83	154,17
<i>p-value</i>	0,409	0,733	0,434	0,267	0,995	0,533
1º/2º semestre	157,57	166,42	169,48	164,94	149,25	170,83
3º/4º semestre	141,77	138,87	137,25	142,34	168,47	144,80
5º/6º semestre	167,57	162,83	159,38	158,08	151,24	145,03
7º/8º semestre	199,69	143,69	149,56	168,75	149,94	171,25
<i>p-value</i>	0,114	0,098	0,053	0,262	0,399	0,088

Nota: ** *p-value* < 0,01; * *p-value* < 0,05.

Fonte: dados da pesquisa.

Enfrentar o problema de frente (C1) está associado de modo positivo com analisar a situação para melhor compreendê-la; (C2) com definir os objetivos a serem alcançados; (C3) com a necessidade de resolver o problema; (C4) e com o aumento dos esforços para resolver o problema (C6). A segunda estratégia de enfrentamento refere-se a analisar a situação para melhor compreendê-la (C2). Tal ação está associada positivamente com definir os objetivos a serem alcançados (C3), com aceitar a necessidade de resolver o problema (C4) e com o aumento dos esforços para resolver o problema (C6). Percebe-se também relação negativa com entrar em pânico (C5). A terceira estratégia que chama atenção dos pesquisadores em termos associativos refere-se a definir os objetivos a serem alcançados (C3), sendo este modo de enfrentamento associado positivamente com a necessidade de resolver o problema (C4) e aumentar os esforços para resolver o problema (C5).

Quanto à comparação entre os grupos, nota-se que os participantes, quando segregados por gênero (feminino e masculino), apresentam diferentes níveis de concordância, e esta pode ser compreendida como significativa quanto a enfrentar o problema de frente (C1), analisar a situação para melhor compreendê-la (C2) e entrar em pânico (C5). No que se refere a pertencer a uma IES Pública ou Privada, nota-se a presença de diferença significativa perante a enfrentar o problema de frente (C1) e aumentar os esforços para resolver o problema (C6). Tais achados indicam que os respondentes do gênero feminino tendem a enfrentar os problemas de frente, não entrar em pânico, analisar as adversidades e compreendê-las para posteriormente realizar alguma decisão de forma mais intensa e planejada que o gênero masculino. De forma semelhante, os achados indicam que discentes de IES pública enfrentam os problemas de frente e aumentam os esforços para resolver seus problemas com maior intensidade do que os alunos de IES Privada. Esses resultados implicam a importância de observar e buscar moldar o comportamento dos respondentes do gênero masculino e de IES Privada, à medida que Karaca et al. (2019) reforçam que enfrentar as adversidades de maneira ativa diminui os prejuízos causados por estratégias de evitamento adotadas em situações estressoras, pois essa postura proativa maximiza a autoconfiança do indivíduo.

Outro aspecto que paira sobre esses resultados refere-se à autonomia dos discentes frente à situação problema. Há indícios que o suporte oferecido pela organização garante maior autonomia e controle sobre o trabalho dos colaboradores (Aiken & Sloane, 1997; Tamayo & Tróccoli, 2002). Dessa forma, reconhecendo que as estratégias de *coping* é resultado da transação pessoa-ambiente, infere-se que o ambiente socioacadêmico tende a conduzir o discente à adoção de estratégias de enfrentamento com mais ou menos intensidade (Latack & Havlovic, 1992).

Hirsch et al. (2015) afirmam que o uso correto das estratégias de *coping* contribui para fomentar a qualidade de vida dos discentes. Desse modo, indica-se que o discente de Contabilidade busca dominar as situações as quais se depara no ambiente acadêmico e por vezes não age de modo insensato. O caráter ativo das estratégias de controle com intuito de resolver os problemas, analisar a situação, estabelecer metas e desenvolver esforços para superar a situação representam estratégias que, quando associadas positivamente, contribuem para a construção da trajetória acadêmica do estudante.

O ensino superior fornece contingências para o discente de Ciências Contábeis. Situações relacionadas às novas responsabilidades, à falta de tempo (Moretti & Hübner, 2017) e à jornada dupla (Peleias, Guimarães, Chan, & Carlotto, 2017) pode “produzir respostas de medo e ansiedade são capazes de repercutir negativamente na capacidade adaptativa, provocando prejuízos funcionais ou consequências na qualidade de vida, nas relações sociais e mesmo no desempenho acadêmico” (Moretti & Hübner, 2017, p. 259). Por outro lado, quando o discente adota estratégias baseadas no enfrentamento do problema, há indícios de que o mesmo tende a apresentar menores níveis de estresse e a sua capacidade de resiliência é fomentada (Costa & Leal, 2006; Hirsch et al., 2015). Esse processo representa ganhos positivos no desempenho acadêmico, pois o discente que possui domínio sobre a situação e/ou possui predisposição para lidar com situações de conflito, estresse e exaustão emocional pode desenvolver habilidades de atenção, concentração e tomada de decisão (Moretti & Hübner, 2017).

O contexto socioacadêmico pode desenvolver estruturas que incentivam o discente a adotar estratégias de enfrentamento do problema de modo mais ativo, fato que pode vir a promover o desempenho acadêmico e as habilidades pessoais e profissionais, uma vez que as instituições de ensino assumem papel mais ativo e de *enforcement* sobre mudanças nos esforços cognitivos e comportamentais praticados pelos discentes diante de situações conflituosas (Gibbons, Dempster & Moutray, 2010; Lazarus & Folkman, 1984).

Na Tabela 4, são destacadas as associações entre as estratégias de *coping* na dimensão de distração e a comparação entre grupos. Nesse ponto destacam-se três ocorrências associativas que chamam a atenção dos pesquisadores.

Tabela 4

Estratégia de Coping: Distração

	C7	C8	C9	C10	C11	C12	C13	C14	C15
C7 - Eu faço outra coisa mais agradável e evito pensar na situação.	1,000								
C8 - Eu ajo quando a situação me permite.	0,286**	1,000							
C9 - Eu procuro realizar as atividades em grupo.	0,053	0,263**	1,000						
C10 - Eu faço outras atividades para pensar menos na situação.	0,651**	0,195**	0,106	1,000					
C11 - As minhas emoções desaparecem tão rapidamente como aparecem.	0,239**	0,161**	0,178**	0,218**	1,000				
C12 - Eu digo a mim mesmo que este problema não tem importância.	0,483**	0,224**	0,113*	0,432**	0,477**	1,000			
C13 - Eu levo na esportiva a situação em que me encontro.	0,311**	0,181**	0,214**	0,305**	0,343**	0,545**	1,000		
C14 - Meus sentimentos não são alterados quando as dificuldades surgem.	0,075	0,104	0,289**	0,086	0,377**	0,259**	0,369**	1,000	
C15 - Eu reajo como se o problema não existisse.	0,363**	0,115*	0,118*	0,368**	0,337**	0,562**	0,549**	0,436**	1,000
Comparação entre Grupos									
Feminino	151,98	157,74	163,14	157,45	161,69	152,21	162,63	171,63	164,57
Masculino	159,35	153,21	149,28	153,45	150,38	158,91	148,57	139,94	147,40
<i>p-value</i>	0,195	0,286	0,098	0,237	0,366	0,769	0,146	0,003	0,118
IES Privada	142,40	142,95	154,29	153,84	150,02	137,09	143,03	163,58	149,86
IES Pública	161,28	161,07	156,66	156,84	158,32	162,57	160,37	153,06	158,38
<i>p-value</i>	0,094	0,107	0,834	0,790	0,462	0,023	0,123	0,350	0,440
De 17 anos até 19 anos	154,11	155,57	146,49	160,46	139,76	140,56	146,80	145,77	140,00
De 20 anos até 21 anos	166,83	168,48	169,31	166,09	169,73	168,33	158,23	158,06	162,90
De 22 anos até 25 anos	144,61	144,13	142,35	143,64	162,61	152,06	156,99	159,74	160,71
De 26 anos até 47 anos	157,47	154,11	166,12	151,90	149,78	160,70	160,55	161,27	160,74
<i>p-value</i>	0,455	0,373	0,138	0,400	0,141	0,215	0,783	0,690	0,303
1º/2º semestre	152,97	162,53	152,54	155,89	144,90	143,48	148,90	153,14	158,53
3º/4º semestre	164,99	156,94	152,46	158,96	152,62	160,40	153,29	146,66	150,52
5º/6º semestre	151,10	146,45	166,18	154,55	176,87	164,61	166,95	173,67	157,33
7º/8º semestre	136,94	134,06	156,75	134,31	171,13	192,25	175,44	148,44	172,75
<i>p-value</i>	0,622	0,561	0,718	0,895	0,089	0,187	0,489	0,229	0,846

Nota: ** *p-value* < 0,01; * *p-value* < 0,05.

Fonte: Dados da pesquisa.

A partir dos resultados da Tabela 4, nota-se que a ação de fazer outra coisa mais agradável e evitar pensar na situação (C7) está associada positivamente com fazer outras atividades para pensar menos na situação (C10) e com uma autoafirmação relacionada à não importância do problema (C12). No que se refere às ações de autoafirmação quanto à não importância do problema (C12), nota-se uma associação positiva com as ações de realizar outras atividades para pensar menos na situação (C10) e com o fato de as emoções do discente desaparecerem tão rapidamente como aparecem (C11). Ademais, há uma associação entre levar a situação na esportiva (C13) com a adoção de estratégias como se o problema não existisse (C15). Levar a situação na esportiva (C13) possui associação positiva com a não alteração dos sentimentos quanto às dificuldades (C14) e com o reagir como se o problema não existisse (C15).

Nota-se que há diferença significativa entre grupos no que se refere à estratégia de enfrentamento distração. O nível de concordância dos que pertencem ao gênero feminino e masculino diferem-se e são estatisticamente significantes quanto à não alteração de sentimentos quando as dificuldades surgem (C14). Já quando se busca identificar diferenças entre os participantes pertencer a IES Pública ou Privada, é visto que a diferença significativa paira sobre o fato da autoafirmação da não importância do problema (C12).

Assim, participantes do gênero feminino possuem alterações sentimentais mais elevadas que os do gênero masculino, contudo essas oscilações não as impedem de planejar as tomadas de decisões e encerrar os problemas de frente, conforme analisado anteriormente. Em relação aos discentes de IES Pública, percebe-se que este grupo adota com maior intensidade estratégias de negação da situação estressora e de desprazer. Tal atitude pode comprometer a capacidade adaptativa do estudante frente a situações semelhantes (Costa & Leal, 2006; Hirsch et al., 2015). Por outro lado, esse processo de negação pode estar alicerçado na esperança e otimismo (Lazarus & Folkman, 1984; Tamayo & Tróccoli, 2002). Logo, cabe a instituição de ensino e ao próprio estudante buscar formas de reforçar sua autoconfiança para alavancar sua capacidade de reação frente a situações estressoras.

O ponto chave quanto à autoafirmação da não importância do problema está na atenção seletiva (Tamayo & Tróccoli, 2002) que os discentes depositam diante de situações de estresse e desprazer. Moretti e Hübner (2017, p. 259) destacam que “a produção, a disseminação e a assimilação do conhecimento mobilizam aspectos cognitivos, sociais, físicos e emocionais que percorrem todo o processo de formação acadêmica”. Diante dessas demandas de atenção, nota-se que a negação do problema pode ser uma estratégia que se alinha aos interesses dos discentes de Ciências Contábeis. Cabe, portanto, refletir sobre os reflexos dessa ação no que tange ao desempenho e ao comportamento no ambiente socioacadêmico.

Diante de situações indutoras de estresse, pressão e exaustão emocional, o discente prioriza estratégias que distanciam do problema. Ou seja, prefere realizar outra atividade mais agradável que coaduna em pensar menos na situação e buscar autoafirmação da não importância do problema. Essa postura também pode ser prejudicial ao desenvolvimento profissional, pois o processo de formação superior demanda que o discente se exponha a vulnerabilidade, pressão, cumprimento de metas e prazos (Antoniazzi, Dell’Aglia & Bandeira, 1998; Hammer, Grigsby & Woods, 1998). De fato, essa exposição contribui para o desenvolvimento de habilidades que serão utilizadas no mercado de trabalho.

Essa tentativa de distrair-se diante de um problema, ou até mesmo esquecer-lo, mostra-se como uma estratégia menos eficaz (Vinay, Esparbès-Pistre & Tap, 2000) e pode ocasionar resultados indesejados para o discente, uma vez que não ensinam o desenvolvimento de sua capacidade de resiliência (Lazarus & Folkman, 1984; Brown, Westbrook, & Challagalla, 2005; Costa & Leal, 2006; Hirsch et al., 2015). Por consequência, o desempenho acadêmico, os relacionamentos interpessoais desenvolvidos no ambiente acadêmico, a satisfação com o curso de graduação e ainda as perspectivas de carreira são atributos da vida do discente que podem ser prejudicados, à medida que as situações problemas e de estresses estão intimamente ligadas e compõe a estrutura acadêmica de nível superior.

Hirsch et al. descreveram que (2015 p. 784) “a utilização correta das estratégias de *coping* pode aliviar os níveis de estresse e promover maior qualidade de vida a esses estudantes”, por outro lado, em longo prazo estratégias de *coping* com caráter menos ativo e voltados a distração podem trazer consequências para a saúde do discente, como por exemplo o desenvolvimento de *Burnout* (Gil-Monte, 2005) e ainda fomentar nos discentes o desenvolvimento de (i) sintomas somáticos, (ii) ansiedade e insônia, (iii) disfunção social e (iv) depressão, visto que são elementos que constituem a saúde do indivíduo (Lim, Tam & Lee, 2013). Os resultados quanto às estratégias de distração adotadas pelos discentes são alertas as instituições de ensino que devem promover o desenvolvimento de programas de apoio psicossocial com capacidade de conduzir o discente na resolução de conflitos que surgem no ambiente acadêmico. Na Tabela 5, são expostas as associações entre as estratégias de *coping* relacionadas ao suporte social e a comparação entre grupos.

Tabela 5

Estratégia de Coping: Suporte Social

	C16	C17	C18	C19	C20
C16 - Eu discuto o problema com os meus parentes.	1,000				
C17 - Eu peço ajuda a Divindade Superior, que eu acredito.	0,380**	1,000			
C18 - Eu trabalho em grupo com pessoas para me esquecer da situação.	0,264**	0,365**	1,000		
C19 - Eu procuro solicitar ajuda dos meus amigos para acalmar a minha ansiedade.	0,398**	0,293**	0,384**	1,000	
C20 - Eu pergunto às pessoas que passaram por situação similar, como resolveram o problema.	0,393**	0,285**	0,263**	0,584**	1,000
Comparação entre Grupos					
Feminino	146,51	147,30	150,21	145,72	151,11
Masculino	165,32	165,37	162,99	165,46	160,37
<i>p-value</i>	0,052	0,201	0,205	0,100	0,203
IES Privada	140,86	154,66	148,95	140,95	128,58
IES Pública	161,88	156,52	158,74	161,18	166,65
<i>p-value</i>	0,062	0,868	0,381	0,073	0,001
De 17 anos até 19 anos	157,34	151,74	152,81	132,51	146,33
De 20 anos até 21 anos	165,61	154,23	165,25	177,37	170,37
De 22 anos até 25 anos	146,47	154,44	141,54	144,01	137,06
De 26 anos até 47 anos	152,97	165,34	164,76	167,77	171,17
<i>p-value</i>	0,573	0,808	0,285	0,005	0,035
1º/2º semestre	150,47	150,72	151,54	137,10	141,96
3º/4º semestre	161,89	159,16	160,65	164,49	163,81
5º/6º semestre	157,03	162,77	158,10	172,16	167,36
7º/8º semestre	158,25	133,44	146,75	166,88	167,38
<i>p-value</i>	0,816	0,674	0,867	0,028	0,155

Nota: ** *p-value* < 0,01; * *p-value* < 0,05.

Fonte: dados da pesquisa.

Diante do exposto, na Tabela 5 notam-se três dimensões associativas que chamam a atenção. Quanto a buscar discutir o problema com os parentes (C16), vislumbra-se uma associação positiva com pedir ajuda a Divindade Superior, a qual está relacionada a crença do discente (C17), com procurar solicitar ajuda dos amigos com o objetivo de acalmar a situação a qual causou ansiedade (C19) e com perguntar as pessoas que passaram por situações similares como elas mesmas resolveram o problema (C20). No que se refere a trabalhar em grupo com pessoas para esquecer a situação (C18), há ocorrência associativa com pedir ajuda a divindade superior, a qual está relacionada a crença do discente (C17) e com procurar solicitar ajuda dos amigos com o objetivo de acalmar a situação a qual causou ansiedade (C19).

Recorrendo a diferença de grupo com vistas a compreender melhor tais estratégias de enfrentamento, é visto que há diferença significativa entre acadêmicos de IES Pública e Privada, no que tange a estratégia de questionar as pessoas que passaram por situação similar, como resolveram o problema (C20). Nesses agrupamentos de estratégia de enfrentamento, é identificado também que a idade representa um fator que conduzirá o discente a adotar posturas com níveis significativamente diferentes, assim procurar solicitar ajuda dos amigos para acalmar a ansiedade gerada pela situação de estresse e desprazer (C19) e questionar as pessoas que passaram por situação similar, como resolveram o problema (C20) difere entre esse grupo. Por fim, o período o qual está matriculado esse participante o conduz a procurar solicitar ajuda dos amigos para acalmar a ansiedade gerada pela situação de estresse e desprazer (C19) em nível diferenciado e significativo.

O fato de discentes de IES Pública procurarem com maior frequência aconselhamento perante pessoas que passaram por situação semelhante indica uma estratégia de reflexão e de busca por apoio interpessoal perante terceiros. Situações estressoras e de desprazer, podem ser melhoradas e/ou reduzidas diante de um suporte social (Tamayo & Tróccoli, 2002). Lim, Tam e Lee (2013) destacam que o suporte social conduz a uma manutenção da saúde do indivíduo, pois este é reflexo dos relacionamentos interpessoais do mesmo no seu ambiente de trabalho e/ou de desenvolvimento profissional (Tamayo & Tróccoli, 2002).

A idade também condiciona tal comportamento e indica que pessoas em faixas etárias mais elevadas tendem a propiciar maior abertura na busca por apoio de terceiros e de amigos. Esse comportamento pode ser refletido em outras esferas da vida do discente, seja no seu trabalho ou no seu convívio em sociedade. Logo, fortalecer o trabalho conjunto e a busca por apoio de terceiros indica uma facilidade em estabelecer relacionamentos com outros membros da sociedade, coadunando com algumas introspecções levantadas por Teixeira e Dias (2015).

O suporte social apresenta-se como uma estratégia importante praticada pelos discentes. Em resposta às situações estressantes ocorridas no ambiente acadêmico existe uma fuga para o meio familiar, para o círculo de amigos e também junto às pessoas que passaram por situações similares, com vistas a compartilhar a situação a qual está sendo exposto (Carlotto, Teixeira & Dias, 2015). Esta estratégia de enfrentamento mostra-se como uma ação na qual o discente fornece abertura para que intervenções preventivas ocorram a partir de uma perspectiva de outrem.

Detectar os problemas e situações estressantes no ambiente acadêmico se confirmam nas situações práticas de desenvolvimento do curso superior, a exemplo de provas, prazos, desenvolvimento de trabalhos em grupo e demais preocupações que cercam a construção de uma identidade profissional. Frente a esse processo, a resolução dessas situações de modo conjunto, por meio de pedidos de conselhos e compartilhamento das situações as quais incomodam podem ser benéficos para o discente, uma vez que “a percepção de disponibilidade do suporte social tem um importante valor como protetora do impacto do *stress* na saúde” (Costa & Leal, 2006, p. 191).

Nota-se que o suporte social identificado por meio dos relacionamentos estabelecidos pelos discentes têm sido atrelados, positivamente, no que tange a resolução de problemas e situações estressoras no ambiente acadêmico, fato que se alinha às perspectivas de Carlotto, Teixeira e Dias (2015). O apoio social recebido de familiares, amigos e indivíduos que já vivenciaram situações-problemas semelhantes auxilia nas tomadas de decisões o que representa uma ação positivo para os discentes que estão imersos na estrutura do ensino superior.

Essa postura adotada pelos discentes conseqüentemente será manifestada no mercado de trabalho, onde ele irá desempenhar suas funções contábeis. Assim, o suporte social encontrado no ambiente universitário na resolução de problemas pode ser perpassado para o ambiente profissional. A área de Contabilidade é uma das áreas que mais se tem alterado em relação aos processos inovadores e tecnológicos, fatos que são causadores de estresse e colocam em evidência a saúde-doença do futuro profissional contábil. Nesse ponto, nota-se a importância das instituições de ensino no que tange ao desenvolvimento de planos pedagógicos que considerem a necessidade de políticas preventivas que garantam ao discente a sociabilidade dos seus problemas, visto que as estratégias de enfrentamento praticadas na universidade diante de situações estressantes por vezes podem ser refletidas no mercado de trabalho.

Na Tabela 6, são apresentadas as associações entre as estratégias de coping na sua dimensão de retraimento e a comparação entre grupos.

Tabela 6

Estratégia de Coping: Retraimento

	C21	C22	C23	C24	C25
C21 - É difícil utilizar palavras para descrever o que sinto frente a uma situação difícil.	1,000				
C22 - Eu sinto-me tomado pelas minhas emoções.	0,535**	1,000			
C23 - Eu guardo para mim os meus sentimentos.	0,156**	0,100	1,000		
C24 - Eu evito me encontrar com pessoas.	0,319**	0,400**	0,316**	1,000	
C25 - Sinto-me culpado pelo problema.	0,406**	0,436**	0,318**	0,510**	1,000
Comparação entre Grupos					
Feminino	148,30	133,89	155,28	151,61	145,90
Masculino	163,39	179,52	156,92	160,50	166,12
<i>p-value</i>	0,096	0,000	0,959	0,629	0,057
IES Privada	144,43	145,07	144,95	148,51	137,56
IES Pública	160,49	160,24	160,29	158,91	163,16
<i>p-value</i>	0,154	0,179	0,174	0,355	0,023
De 17 anos até 19 anos	169,76	151,72	142,24	146,79	164,87
De 20 anos até 21 anos	165,56	154,12	167,34	151,86	157,18
De 22 anos até 25 anos	138,90	156,29	168,30	168,00	156,69
De 26 anos até 47 anos	146,94	163,33	143,18	158,44	142,88
<i>p-value</i>	0,092	0,881	0,105	0,474	0,526
1º/2º semestre	148,47	144,52	158,06	148,46	153,08
3º/4º semestre	166,62	168,11	148,00	162,95	163,14
5º/6º semestre	155,31	158,41	162,29	156,14	150,70
7º/8º semestre	146,19	159,19	164,31	184,75	162,38
<i>p-value</i>	0,489	0,263	0,723	0,504	0,779

Nota: ** *p-value* < 0,01; * *p-value* < 0,05.

Fonte: dados da pesquisa.

Nota-se nessas estratégias de *coping* descritas na Tabela 6 dois grupos associativos. Quanto ao discente sentir-se tomado pelas emoções (C22), encontra-se uma associação positiva com a dificuldade de utilizar palavras para descrever o sentimento frente a uma situação difícil (C21), com a ação de evitar encontrar pessoas (C24) e com o sentimento de culpa pelo problema (C25). No que se refere ao sentimento de culpa pelo problema (C25), identifica-se um alinhamento positivo com a dificuldade de utilizar palavras para descrever o sentimento frente a uma situação difícil (C21) e com a ação de evitar encontrar pessoas (C24).

Em termos de comparação entre grupos, a estratégia de retraimento apresentou diferenças significantes entre gênero e IES. Entre os gêneros, nota-se diferença significativa no que tange aos participantes sentirem-se tomados pelas suas próprias emoções (C22). Já no que tange a IES, a diferença significativa paira sobre o sentimento de culpa diante do problema (C25).

Logo, respondentes do gênero masculino apresentaram maior nível de retraimento em relação às emoções. Essa estratégia é uma “tentativa de gerenciar a tensão emocional provocada pelo evento” (Hirsch et al., 2015, p. 788). É certo que pertencer ao ambiente socioacadêmico gera as mais distintas emoções, as quais estão permeadas pela necessidade de desenvolver novos relacionamentos, compreender o processo de ensino-aprendizagem, o qual é distinto do ensino secundário, e entender as novas relações pedagógicas propostas pela universidade (Araújo, Almeida, & Paúl, 2003; Veiga & Lopes, 2020).

Os discentes de IES Pública apresentam maior nível de sentimento de culpa pelos problemas enfrentados. A culpabilidade representa um fator que conduz o discente a adotar estratégias de enfrentamento de situações estressoras e de desprazer. Nesse contexto, a resiliência emocional tem sido abordada por diversos autores ao destacarem que é importante que os indivíduos tenham equilíbrio e controle de suas emoções diante de situações adversas (Hirsch et al., 2015).

Nota-se junto aos discentes analisados um processo de recusa, o qual se alinha positivamente com ser tomado por emoções, dificuldade em escolher palavras para expressar a situação problema e de exaustão emocional e a ação de evitar pessoas. Esses processos são alertas à saúde do futuro profissional da Contabilidade. Tal fato em longo prazo pode resultar em malefícios para o desenvolvimento da carreira desse profissional. Hoje o mercado de trabalho demanda por profissionais da Contabilidade com inteligência emocional, o que por consequência contribui para a *performance* da empresa, em termos de lucratividade, conquistar novos clientes e desenvolvimento de vantagens competitivas (Cook, Bay, Visser, Myburgh, & Njoroge, 2011).

A partir desse cenário, as estratégias de retraimento podem oferecer malefícios aos discentes. Assim, no ambiente universitário, há presença de características e estruturas que permitem o desenvolvimento de ações que melhor conduzam o discente a resoluções de problemas de modo eficiente e eficaz, com vistas a proporcionar experiências de trabalho fidedignas e evitar o desenvolvimento de práticas de enfrentamento que em longo prazo produzam prejuízos profissionais e interpessoais.

Na Tabela 7 é exposto o alinhamento entre as estratégias de *coping* na sua dimensão de conversão e aditividade e a comparação entre grupos.

Tabela 7

Estratégia de Coping: Conversão e Aditividade

	C26	C27	C28	C29	C30	C31	C32
C26 - Eu peço conselhos a profissionais (professores, médicos, psicólogos, etc.).	1,000						
C27 - Eu faço planos de ação e tento aplicá-los.	0,295**	1,000					
C28 - Eu mudo o meu comportamento em função da situação.	0,114*	0,267**	1,000				
C29 - Eu fico agressivo perante as outras pessoas.	0,048	-0,084	0,357**	1,000			
C30 - Eu uso drogas lícitas (bebidas alcoólicas, cigarro, entre outras) para acalmar a minha angústia.	0,066	-0,112*	0,197**	0,314**	1,000		
C31 - Eu uso drogas ilícitas para acalmar a minha angústia.	0,075	-0,062	0,191**	0,273**	0,668**	1,000	
C32 - Eu esqueço os meus problemas tomando medicamentos.	0,094	-0,084	0,118*	0,255**	0,478**	0,654**	1,000
Comparação entre Grupos							
Feminino	154,53	168,74	164,67	151,35	171,39	162,78	155,97
Masculino	158,41	143,04	146,15	161,69	139,74	148,90	156,22
<i>p-value</i>	0,361	0,016	0,137	0,307	0,001	0,158	0,901
IES Privada	157,35	126,45	130,87	148,17	142,04	148,96	154,77
IES Pública	155,48	167,48	165,76	159,04	161,42	158,73	156,48
<i>p-value</i>	0,868	0,000	0,002	0,326	0,047	0,242	0,824
De 17 anos até 19 anos	143,67	141,43	149,04	145,24	166,44	168,87	158,63
De 20 anos até 21 anos	155,48	164,40	163,07	155,20	159,90	164,30	163,54
De 22 anos até 25 anos	152,21	150,96	153,72	162,47	146,33	151,65	150,86
De 26 anos até 47 anos	176,11	168,55	157,81	162,45	149,64	134,60	148,95
<i>p-value</i>	0,169	0,215	0,774	0,573	0,340	0,009	0,400
1º/2º semestre	147,66	158,22	148,84	153,85	156,34	162,01	153,16
3º/4º semestre	154,00	144,34	154,79	160,85	155,08	155,37	161,93
5º/6º semestre	174,45	167,23	169,42	154,97	160,20	150,65	155,69
7º/8º semestre	133,88	160,44	154,00	138,19	121,75	121,50	128,50
<i>p-value</i>	0,177	0,384	0,463	0,867	0,611	0,292	0,410

Nota: ** *p-value* < 0,01; * *p-value* < 0,05.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nas estratégias de coping na dimensão de conversão e aditividade ganha destaque três grupos associativos. Quanto ao discente mudar de comportamento frente à situação (C28) existe uma associação com o fato de ele apresentar comportamentos agressivos perante outras pessoas (C29). O uso de drogas lícitas, como bebidas alcoólicas, cigarro, entre outras (C30), mostrou-se como uma estratégia associada positivamente com o fato de o discente apresentar comportamentos agressivos perante outras pessoas (C29), com o uso de drogas ilícitas, com o objetivo de acalmar a angústia sentida pelo discente (C31) e com o uso de medicamentos para esquecer o problema (C32). Por fim, existe alinhamento entre fazer uso de drogas ilícitas para acalmar a angústia sentida pelo discente (C31) com a estratégia de esquecer os problemas tomando medicamentos (C32).

A estratégia de conversão e aditividade também foi uma estratégia de *coping*, que, quando analisada por grupos, apresentou significância estatística. Estas, por sua vez, estão presentes no grupo sexo, IES e idade. Quanto ao gênero, notam-se níveis de diferença significativa no que tange às estratégias de enfrentamento de fazer planos de ação e tentar aplicá-los (C27) e usar drogas lícitas (bebidas alcoólicas, cigarro, entre outras) para acalmar a angústia (C30). Na comparação entre o grupo de IES Pública e Privada, a diferença consta nas estratégias de fazer planos de ação e tentar aplicá-los (C27) e quanto à alteração de comportamento em função da situação (C28). Por fim, quanto à idade, a diferença paira sobre uso de drogas ilícitas para acalmar a angústia (C31).

Os resultados indicam que acadêmicos do gênero feminino apresentam com maior frequência comportamentos voltados ao planejamento e ao plano de ação, sendo uma atitude importante para o enfrentamento de situações adversas. As preocupações pairam no maior índice de uso de drogas lícitas por parte dos respondentes do gênero feminino, visto que pode comprometer a saúde física e mental deste grupo de respondentes, e esses comportamentos podem ser trasladados em longo prazo para o mercado de trabalho profissional (Meriac, 2012). As consequências dessas estratégias de enfrentamento refletem-se na qualidade de vida desses respondentes do gênero feminino e no funcionamento do ambiente socioacadêmico.

Destaca-se também que discentes da IES Pública planejam ações e adaptam seu comportamento de modo mais intenso do que os de IES Privada. Esse processo de enfrentamento relacionado à conversão e aditividade podem estar alinhadas ao nível de satisfação do discente com as experiências vivenciadas no ambiente socioacadêmico. Nesta condição, os discentes tendem a praticar a reavaliação dos problemas e planejamento das possíveis soluções para resolver as situações estressoras e de desprazer (Hirsch et al., 2015). Por outro lado, esse comportamento também é importante, pois promove a adaptabilidade dos discentes frente a ambientes incertos, envoltos em vulnerabilidade, pressão e cumprimento de metas em excesso, e há introspecções que necessitam ser fomentadas também em discentes de IES Privada.

Por fim, o uso de drogas ilícitas por discentes despertam preocupações acerca dos efeitos destas na vida desses indivíduos. Recomenda-se que haja acompanhamento e compartilhamento de experiências entre discentes, seja por meio de grupos estudantis ou por políticas promovidas pela instituição de ensino com a proposta de discutir a adoção de comportamentos de compensação (Costa & Leal, 2006) que sejam benéficos para a saúde física e mental do indivíduo em curto e longo prazo.

Nota-se que alguns discentes de Ciências Contábeis participantes desta pesquisa empregam sob condições de estresse e de elevada carga emocional o uso da agressividade, mudança de comportamento e o uso de medicamentos ilícitos de forma conjunta. Essas formas de enfrentamento mostram-se como elementos prejudiciais ao seu desenvolvimento e que por vezes conduzem a comportamentos contraproducentes no ambiente acadêmico. Assim, no que tange à conversão e à aditividade, mostra-se como um alerta sobre o estado de saúde mental dos discentes de Ciências Contábeis, pois “a forma como a pessoa lida com as situações estressantes desempenha um importante papel na relação entre o estresse e processo de saúde-doença” (Carlotto, Câmara & Kauffmann, 2009, p. 170).

O cenário em relação ao processo de ensino e aprendizagem o qual está sendo ofertado para os discentes por vezes culmina na escolha de estratégias de enfrentamento que prejudicam a saudabilidade do aluno e conseqüentemente o seu desempenho em termos profissionais e pessoais. Esses resultados estão vinculados às condições que o discente tem vivenciado no ambiente acadêmico. Tais condições caracterizam-se por estressoras e que carecem de elevada carga emocional e impõem ao indivíduo a adoção de comportamentos de compensação (Carlotto, Teixeira & Dias, 2015; Antoniazzi, Dell’Aglia & Bandeira, 1998; Hammer, Grigsby & Woods, 1998). Nessas condições, as compensações mostram-se negativas para o desenvolvimento profissional e interpessoal, no que tange à superação de vulnerabilidades e dos problemas que permeiam o ensino superior.

O desenvolvimento profissional e interpessoal do discente está relacionado com as estratégias de enfrentamento adotadas no ambiente acadêmico (Carlotto, Teixeira & Dias, 2015). Dessa forma, a trajetória acadêmica do discente é conduzida também pelo seu envolvimento com a instituição de ensino. O processo de ensino-aprendizagem ao qual o discente deve ser submetido deve culminar para escolhas de enfrentamento que possam contribuir para a superação de desafios e resolução de problemas, possibilitando benefícios na construção da carreira, na conscientização quanto aos desafios presentes no curso e na gestão de demandas internas e externas que causam eventos estressantes e opressivos.

5. Considerações Finais

O estudo defende que as estratégias de *coping* estão associadas, uma vez que, ao desenvolver esta característica comportamental frente a situações de estresse e desprezo, tal ação pode causar mais problemas, os quais se somarão aos já manifestados, conduzindo assim o indivíduo a uma dinâmica desse fenômeno. Assim, as estratégias adotadas por discentes de Ciências Contábeis que refletem suas percepções nesta investigação representam comportamentos adotados por eles para enfrentar adversidades vivenciadas no ambiente socioacadêmico.

Quando o discente decide enfrentar o problema de frente por meio do seu controle e suporte social, isso resulta em consequências desejáveis. Nesse cenário, ilustra-se que, ao adotar estratégias de enfrentamento eficazes, há redução no nível de estresse e das situações que causam desconforto no ambiente socioacadêmico, fato que se apresenta como uma vantagem, pois permite ao discente direcionar esforços para a construção da sua trajetória acadêmica e profissional. Destaca-se que os respondentes que se identificam com o gênero feminino no que tange ao nível de controle mostraram-se mais intensos no enfrentamento dos problemas, na análise de situações estressoras e de desprazer para melhor compreendê-las e no controle quanto a não entrar em pânico. Já os discentes de IES Pública enfrentam os problemas com maior intensidade. Quanto ao suporte social, nota-se que os acadêmicos de IES Pública recorrem a essa estratégia de enfrentamento com maior intensidade que os de IES Privada. Por sua vez, a faixa etária do discente de Ciências Contábeis o conduzirá a adotar uma estratégia de aproximação com pessoas que já passaram por situação similar de forma distinta.

Por outro lado, estratégias de enfrentamento baseadas no retraimento, distração, recusa, conversão e aditividade mostram-se indesejáveis, uma vez que fomentam no discente de Ciências Contábeis comportamentos que contribuem para evitar as situações causadoras de estresse e contribuem para o desenvolvimento de experiências emocionais negativas. É evidente que o elevado nível de adoção dessas estratégias de enfrentamento, consubstanciadas em não resolver o problema de modo ativo, sinaliza que os discentes podem não estar desenvolvendo habilidades de adaptação ao espaço universitário. Vislumbrando-se esse cenário no que tange à comparação entre grupos, a pesquisa ilustra que a estratégia de distração referente à alteração de sentimentos quando as dificuldades surgem são mais intensas entre as participantes do gênero feminino. Quanto ao pertencimento de IES Pública ou Privada, os resultados apontam que discentes de IES Pública adotam com maior frequência estratégias de negação da situação estressora e de desprazer. No que tange às estratégias de retraimento, a pesquisa indica que discentes do gênero masculino apresentaram maior nível de retraimento em relação as emoções, se comparado com o gênero feminino. Ainda em relação à IES, discentes de IES Pública apresentam maior nível de intensidade quanto ao sentimento de culpa pelos problemas enfrentados.

Por fim, quanto às estratégias de conversão e aditividade, os resultados mostram que os participantes do gênero feminino optam por enfrentar os problemas a partir da elaboração de planos de ação e tentam aplicá-los e também a partir do uso de drogas lícitas com maior intensidade que os participantes do gênero masculino. Ilustra-se também quanto a esta estratégia que discentes da IES Pública planejam ações e adaptam seu comportamento de modo mais intenso do que os de IES Privada. A concordância quanto ao uso de drogas ilícitas mostra-se significativa quando analisado a partir da faixa etária dos respondentes. Nota-se que quanto mais jovem maior é a intensidade de adoção desta estratégia de enfrentamento.

Os custos decorrentes de situações estressoras e desprazer vivenciados por indivíduos nas organizações, nos ambientes universitários e de formação profissional podem ser mitigados com pesquisas que contribuam para a compreensão das medidas que os indivíduos tomam para criar um ambiente de bem-estar (Latack & Havlovic, 1992; Vaconcellos, 2017). Reconhecendo que as universidades sejam elas públicas ou privadas também sofrem com os elevados níveis de estresse as mesmas deveriam tentar discutir os aspectos relacionados à estrutura de ensino e à avaliação de desempenho. Quanto mais cedo as instituições de ensino tentarem modificar tal cenário, mais rapidamente poderão contribuir para o bem-estar da comunidade socioacadêmica.

A natureza mutável da sociedade, das pessoas e dos processos de ensino-aprendizagem intensificam mudanças no ensino superior e nas estruturas que a cercam. Desse modo, os resultados destacados nesta pesquisa em termos de condução de situação problema, de estresse e de exaustão emocional representam as experiências dos discentes com o ensino superior. Por hora, as situações vivenciadas no ensino superior e a necessidade constante de assumir cada vez mais responsabilidades indicam que as estratégias de enfrentamento são adotadas de acordo com cada situação vivenciada. Frente a isso, uma estratégia pode ser satisfatória em uma situação e em outra não. E essa volatilidade de situações contribui efetivamente com o processo de desenvolvimento comportamental e a *performance* acadêmica do discente, a qual será transpassada para o mercado profissional.

Este artigo destacou que as estratégias de *coping* estão associadas e conduzem o comportamento do discente no ensino superior. Basicamente ressalta-se que há a necessidade da universidade integrar esse processo, uma vez que este está intimamente atrelado ao desenvolvimento acadêmico e as experiências que o discente desencadeará durante a sua permanência no ensino superior. Esta pesquisa mostra-se como um alerta, uma vez que a condução de situações problemas, de estresse e exaustão emocional implicam sobre o comportamento e a saúde mental dos universitários. Com esses resultados, espera-se contribuir com a promoção da temática junto não só aos cursos de Ciências Contábeis, mas também aos demais cursos, pois o ensino superior apresenta-se como uma verdadeira arena do jogo, na qual todos os atores possuem responsabilidades.

Como sugestão para pesquisa futura, recomenda-se ampliar a amostra da pesquisa, ação que pode fornecer resultados ainda mais fidedignos, visto que as constatações identificadas nesta investigação se concentram fortemente em discentes matriculados no primeiro e segundo ano da graduação. Além disso, ampliar a discussão das estratégias de *coping* dentro de um contexto de trabalhadores-estudantes e estudantes-trabalhadores (Vargas & Paula, 2013) mostra-se oportuno diante dos resultados identificados. Outro ponto é a respeito da métrica utilizada, uma vez que se percebe a existência de associação entre elementos comportamentais. Reconhecendo este caráter diagnóstico desta investigação, recomenda-se atenção frente aos aspectos relacionais. Assim, pesquisas futuras podem discutir os reflexos das estratégias de *coping* na estrutura do ensino superior, a qual o discente possui contato, o que pode ilustrar a necessidade de políticas e atenção de bem-estar em parâmetros distintos.

Referências

- Aiken, L. H., Sloane, D. M., & Klocinski, J. L. (1997). Hospital nurses' occupational exposure to blood: prospective, retrospective, and institutional reports. *American Journal of Public Health*, 87(1), pp. 103-107. Recuperado de <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC1380773/>. Doi: 10.2105/ajph.87.1.103
- Antoniazzi, A. S., Dell'Aglio, D. D., & Bandeira, D. R. (1998). The concept of coping: a theoretical review. *Estudos de Psicologia*, 3(2), pp. 273-294. Recuperado de <https://www.scielo.br/pdf/epsic/v3n2/a06v03n2>
- Araújo, B., Almeida, L., & Paúl, M. (2003). Transição e adaptação acadêmica dos estudantes à escola de enfermagem. *Revista Portuguesa de Psicossomática*, 5(1), PP. 56-64. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/287/28750107.pdf>
- Bassols, A., Siqueira, M., Carneiro, B. B., Guimarães, G. C., Okabayashi, L. M. S., Carvalho, F. G., ... & Eizirik, C. L. (2015). Stress and coping in a sample of medical students in Brazil. *Archives of Clinical Psychiatry(São Paulo)*, 42(1), pp 1-5. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-60832015000100001. Doi: <https://doi.org/10.1590/0101-60830000000038>
- 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
- Brown, S. P., Westbrook, R. A., & Challagalla, G. (2005). Good cope, bad cope: adaptive and maladaptive coping strategies following a critical negative work event. *Journal of applied psychology*, 90(4), pp.792-798. Doi: <https://doi.org/10.1037/0021-9010.90.4.792>
- Cardoso, R. M. (1999). *O Stress na profissão docente: Como prevenir, como manejar*. Porto Editora: Porto, Portugal.
- Carlotto, M. S., Câmara, S. G., Otto, F., & Kauffmann, P. (2009). Síndrome de burnout e coping em estudantes de psicologia. *Boletim de psicologia*, 59(131), pp. 167-178. Recuperado de <http://pepsic.bvsalud.org/pdf/bolpsi/v59n131/v59n131a04.pdf>
- Carlotto, R. C., Teixeira, M. A. P., & Dias, A. C. G. (2015). Adaptação acadêmica e Coping em estudantes universitários. *PsicoUSF*. 20(3), 421-432. Recuperado de <https://www.scielo.br/pdf/pusf/v20n3/2175-3563-pusf-20-03-00421.pdf>
- Chamon, E. M. Q. O. (2006). Estresse e estratégias de enfrentamento: o uso da escala Toulousaine no Brasil. *Revista Psicologia: Organizações e Trabalho*, 6(2), pp. 43-64. Recuperado de http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1984-66572006000200003&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt
- Chang E.M., Daly J., Hancock K.M., Bidewell J.W., Johnson A., Lambert V. & Lambert C. (2006) The relationships among workplace stressors, coping methods, demographic characteristics and health in Australian nurses. *Journal of Professional Nursing*, 22(1), 30-38. Recuperado de <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/16459287?report=abstract> DOI: 10.1016/j.profnurs.2005.12.002
- Cohen J. (1988). *Statistical Power Analysis for the Behavioral Sciences*. New York: Routledge Academic
- Cook, G. L., Bay, D., Visser, B., Myburgh, J. E., & Njoroge, J. (2011). Emotional intelligence: The role of accounting education and work experience. *Issues in Accounting Education*, 26(2), pp. 267-286. Recuperado de <https://aaapubs.org/doi/abs/10.2308/iace-10001?journalCode=iace> DOI: <https://doi.org/10.2308/iace-10001>
- Costa, E. S., & Leal, I. P. (2006). Estratégias de coping em estudantes do Ensino Superior. *Análise Psicológica*, 24(2), PP. 189-199. Recuperado de <http://www.scielo.mec.pt/pdf/aps/v24n2/v24n2a06.pdf>

- Esparbès, S., Sordes-Ader, F., & Tap, P. (1993). Présentation de l'échelle de coping. In Actes de las Journées du Laboratoire Personnalisation et Changements Sociaux pp. 89-107. St. Crieg: Université de Toulouse – Le-Mirail. Recuperado de <http://www.pierretap.com/pdfs/111d.pdf>
- Field, A. (2009). *Descobrimo a estatística usando o SPSS(2ª ed.)*. Bookman Editora.
- Folkman, S., & Lazarus, R. S. (1980). An analysis of coping in a middle-aged community sample. *Kango kenkyu. The Japanese journal of nursing research*, 21(3), pp. 219-239. Recuperado de [https://www.scirp.org/\(S\(351jmbntvnsjt1aadkposzje\)\)/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1585237](https://www.scirp.org/(S(351jmbntvnsjt1aadkposzje))/reference/ReferencesPapers.aspx?ReferenceID=1585237) DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2136617>
- Gibbons, C., Dempster, M., & Moutray, M. (2011). Stress, coping and satisfaction in nursing students. *Journal of advanced nursing*, 67(3), 621-632. Recuperado de https://www.associationforpsychologyteachers.com/uploads/4/5/6/6/4566919/stress_coping_and_satisfaction_in_nursing_students_c_gibbons.pdf. DOI: doi: 10.1111/j.1365-2648.2010.05495.x
- Gil-Monte, P.R. (2005). *El síndrome de quemarse por el trabajo (burnout). Una enfermedad laboral en la sociedad del bienestar*. Madri: Pirâmide.
- Gloria, C. T., & Steinhardt, M. A. (2016). Relationships among positive emotions, coping, resilience and mental health. *Stress and Health*, 32(2), pp. 145-156 Doi: <https://doi.org/10.1002/smi.2589>
- Hammer, L. B., Grigsby, T. D., & Woods, S. (1998). The conflicting demands of work, family, and school among students at an urban university. *The journal of Psychology*, 132(2), pp. 220-226. Doi: <https://doi.org/10.1080/00223989809599161>
- Hirsch, C. D., Barlem, E. L. D., Almeida, L. K. D., Tomaszewski-Barlem, J. G., Figueira, A. B., & Lunardi, V. L. (2015). Estratégias de coping de acadêmicos de enfermagem diante do estresse universitário. *Rev. Bras. Enferm*, 68(5), 783-90. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71672015000500783 Doi: <https://doi.org/10.1590/0034-7167.2015680503i>
- Karaca, A., Yildirim, N., Cangur, S., Acikgoz, F., & Akkus, D. (2019). Relationship between mental health of nursing students and coping, self-esteem and social support. *Nurse education today*, 76(1), pp. 44-50. Recuperado de <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pubmed/30769177> Doi: <https://doi.org/10.1016/j.nedt.2019.01.029>
- Latack, J. C., & Havlovic, S. J. (1992). Coping with job stress: A conceptual evaluation framework for coping measures. *Journal of organizational behavior*, 13(5), pp. 479-508. Doi: <https://doi.org/10.1002/job.4030130505>
- Lazarus, R. S., & Folkman, S. (1984). *Stress, appraisal, and coping*. Springer Publishing Company: Nova Iorque, EUA
- Lim, Y. M., Tam, C. L., & Lee, T. H. (2013). Perceived stress, coping strategy and general health: A study on accounting students in Malaysia. *Researchers World*, 4(1), pp.1-8. Recuperado de http://www.researchersworld.com/vol4/vol4_issue1_1/Paper_10.pdf
- Lopes, I. F., & Martins Meurer, A. (2019). Autoeficácia, elementos priorizados na prospecção de carreira pública e privada e comportamento acadêmico: análise dos estudantes de Ciências Contábeis das IES públicas. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 13(1), pp. 46-67. DOI: <https://doi.org/10.17524/repec.v13i1.1937>
- Lopes, I. F., Meurer, A. M., & Voese, S. B. (2018). Efeito das Crenças de Autoeficácia no Comportamento Cidadão e Contraproducente dos Acadêmicos De Contabilidade. *Advances in Scientific & Applied Accounting*, 11(3), pp. 517-531. Recuperado de <http://asaa.anpcont.org.br/index.php/asaa/article/view/471/pdf>. Doi: <https://doi.org/10.14392/asaa.2018110309>

- Maturana, A. P. P. M., & Valle, T. G. M. D. (2014). Estratégias de enfrentamento e situações estressoras de profissionais no ambiente hospitalar. *Psicologia Hospitalar*, 12(2), pp. 02-23. Recuperado de http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1677-74092014000200002&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt
- Meriac, J. P. (2012). Work ethic and academic performance: Predicting citizenship and counterproductive behavior. *Learning and Individual Differences*, 22(4), pp. 549-553. Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1041608012000416?via%3Dihub> Doi: <https://doi.org/10.1016/j.lindif.2012.03.015>
- Moretti, F. A., & Hübner, M. M. C. (2017). O estresse e a máquina de moer alunos do ensino superior: vamos repensar nossa política educacional? *Revista Psicopedagogia*, 34(105), pp. 258-267. Recuperado de <http://pepsic.bvsalud.org/pdf/psicoped/v34n105/03.pdf>
- Pacheco, S. (2008). Stress e mecanismos de coping nos estudantes de enfermagem. *Referência-Revista de Enfermagem*, 2(7), pp. 89-95. Recuperado de <http://www.index-f.com/referencia/2008pdf/7-8995.pdf>
- Peleias, I. R., Guimarães, E. R., Chan, B. L., & Carlotto, M. S. (2017). A Síndrome De Burnout Em Estudantes De Ciências Contábeis de IES Privadas: Pesquisa Na Cidade De São Paulo. *Revista de Educação e Pesquisa Em Contabilidade*, 11(1), pp. 30-51. Recuperado de <http://www.repec.org.br/repec/article/view/1468/1207>
- Pereira, T. B., & Branco, V. L. R. (2016). As estratégias de coping na promoção à saúde mental de pacientes oncológicos: uma revisão bibliográfica. *Revista Psicologia e Saúde*, 1(8), pp. 24-31. Recuperado de http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2177-093X2016000100004 Doi: <http://dx.doi.org/10.20435/2177093X2016104>
- Reis, C. F., Miranda, G. J., & Freitas, S. C. (2017). Ansiedade e desempenho acadêmico: Um estudo com alunos de Ciências Contábeis. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 10(3), pp. 319-333. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/48120/ansiedade-e-desempenho-academico--um-estudo-com-alunos-de-ciencias-contabeis>
- Souza, J. P., & Durso, S. D. O. A (2019, julho) Motivação de Estudantes-Trabalhadores e Trabalhadores-Estudantes de Ciências Contábeis para a Realização da Graduação. *Anais do Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 15.
- Suehiro, A. C. B., Santos, A. A. A. D., Hatamoto, C. T., & Cardoso, M. M. (2008). Vulnerabilidade ao estresse e satisfação no trabalho em profissionais do Programa de Saúde da Família. *Boletim de psicologia*, 58(129), pp. 205-218. Recuperado de http://pepsic.bvsalud.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0006-59432008000200008
- Tamayo, M. R., & Tróccoli, B. T. (2002). Exaustão emocional: relações com a percepção de suporte organizacional e com as estratégias de coping no trabalho. *Estudos de Psicologia (Natal)*, 7(1), pp. 37-46. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_abstract&pid=S1413-294X2002000100005&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S1413-294X2002000100005>.
- Vargas, H. M., & Paula, M. F. C. (2013). A inclusão do estudante-trabalhador e do trabalhador-estudante na educação superior: desafio público a ser enfrentado. *Avaliação: Revista de Avaliação da Educação Superior*, 18(2), pp. 459-485. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1414-40772013000200012&script=sci_abstract&tlng=pt Doi: <https://doi.org/10.1590/S1414-40772013000200012>
- Vasconcellos, E. G. (2017). Stress, coping, burnout, resiliência: troncos de uma mesma raiz. In: Silva Junior, N., & Zangari, W. (Org.). *A psicologia social e a questão do hífen* (1ª ed.). São Paulo: Blüncher

- Veiga, S., & Lopes, H. (2020). Serviços de Apoio Psicológico ao estudante de Ensino Superior: As experiências do Centro de Intervenção Psicopedagógica e do Gabinete de Orientação e Integração: confluências e especificidades. *Sensos-e*, 7(1), 57-66. Recuperado de <https://parc.ipp.pt/index.php/sensos/article/download/3561/1547>
- Vinay, A., Esparbes-Pistre, S., & Tap, P. (2000). Attachement et stratégies de coping chez l'individu résilient. *La Revue Internationale de l'éducation familiale*, 4(1), 179-183. Recuperado de <http://pascal-francis.inist.fr/vibad/index.php?action=getRecordDetail&idt=13796469>

Bons fundamentos geram alfa?

Luís Eduardo Cordeiro Martins das Chagas

<https://orcid.org/0000-0002-6786-4036> | E-mail: lecmc4@gmail.com

Ricardo Pereira Câmara Leal

<https://orcid.org/0000-0002-4516-9788> | E-mail: ricardoleal@coppead.ufrj.br

Raphael Moses Roquete

<https://orcid.org/0000-0001-5554-0379> | E-mail: raphael@facc.ufrj.br

Resumo

Objetivo: Verificar retornos ajustados a risco anormais em carteiras de ações brasileiras formadas com o indicador de bons fundamentos chamado F-Score.

Método: A amostra tem 146 empresas por ano em média, inclui o período de adoção dos *International Financial Reporting Standards* (IFRS) entre julho de 2008 e junho de 2018 e usa carteiras igualmente ponderadas formadas ao final de junho de cada ano com as informações disponíveis no ano anterior.

Resultados: A carteira com F-Score alto ostentou retorno médio maior, beta menor e alfa positivo e significativo, que desapareceu no subperíodo iniciado após a adoção plena do IFRS. Os coeficientes significativos para o prêmio de risco de empresas pequenas e a ponderação igualitária sugerem que empresas grandes não dominam seu desempenho. As carteiras de alto e baixo F-Score não podem ser caracterizadas como *value stocks*. A carteira com F-Score mais baixo apresentou coeficiente para o fator de momento negativo e significativo, sugerindo persistência de retornos negativos.

Contribuições: Carteiras com alto F-Score podem apresentar menor possibilidade de retornos catastróficos. A técnica pode ser empregada por investidores menos sofisticados para formar carteiras defensivas de empresas com bons fundamentos.

Palavras-chave: F-Score, análise fundamentalista, alfa, seleção de carteiras.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 27/8/2019. Pedido de Revisão em 21/11/2019. Resubmetido em 29/1/2020. Aceito em 11/2/2020 por Dr. Vinicius Gomes Martins (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

A análise fundamental utiliza variáveis contábeis, financeiras e econômicas, entre outras, para estimar o valor intrínseco de uma empresa ou de uma ação. Graham (2007) afirma que a análise fundamental é um critério importante para constituir carteiras de ações devido à ineficiência do mercado. Os artigos seminais de Fama e French (1992, 1993) são exemplos do uso de métricas fundamentalistas para precificar ineficiências do mercado relacionadas com o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), porque elas consideram anomalias de tamanho e valor. A indexação fundamental proposta por Arnott, Hsu e Moore (2005) é outro exemplo de carteiras formadas segundo as métricas e a análise fundamentalistas.

Piotroski (2000) propôs a métrica-F como uma medida objetiva que combina várias métricas analíticas fundamentais. É desenhada de tal forma que, quanto maior a pontuação, melhor a qualidade dos fundamentos de uma empresa. A métrica-F pode ser relevante para os investidores em geral devido a sua implementação simples. Aquela pessoas dispostas a criar carteiras de ações por si próprias podem não ser capazes de analisar a grande variedade de informações corporativas disponíveis. Assim, podem recorrer à avaliação subjetiva de provedores de análises, tais como o que as plataformas de investimento e instituições financeiras oferecem ou podem utilizar algumas métricas selecionadas. A métrica-F considera determinadas métricas fundamentais em conjunto, que são fáceis de encontrar e simples de calcular e podem ser úteis aos investidores individuais (Carneiro e Leal, 2017; Piotroski, 2000).

O objetivo deste artigo é avaliar o mérito da métrica-F para selecionar carteiras de ações no Brasil. O mercado de ações brasileiro ganhou maior atenção dos investidores em geral recentemente, particularmente dos investidores individuais. O índice Ibovespa tem atingido altas históricas sucessivas, enquanto a taxa de juro básica estava no nível baixo histórico no momento em que este artigo foi escrito. Muitos analistas incluem ações como uma alternativa para alcançar maiores ganhos de investimento nesse novo ambiente (Daltro e Leal, 2019). Assim, esse novo cenário de investimento justifica a análise de métodos fundamentais de seleção de estoque, tais como a métrica-F. Este artigo constrói carteiras de ações brasileiras utilizando a métrica-F e avalia se elas são capazes de gerar alfas positivos e significativos depois de seus retornos históricos terem sido ajustados aos modelos de fatores de risco do CAPM, Fama e French (1993) e Carhart (1997). Além disso, a métrica-F pode ser um critério de seleção de ações para produtos tais como um fundo cotado em bolsa (ETF).

Naturalmente, a maioria dos investidores individuais não será capaz de calcular alfas, embora os investigadores devam verificar adequadamente se as carteiras baseadas na métrica-F atingem rendimentos anormais em um ambiente de precificação de ativos para validar a métrica-F antes de recomendá-la aos investidores. Assim, é importante verificar se os eventuais excedentes de rentabilidade das carteiras constituídas de acordo com os princípios fundamentais, como a métrica-F no caso deste artigo, desaparecem após o ajuste por fatores de risco bem conhecidos, alguns dos quais baseados em anomalias do mercado de ações. Por exemplo, Fama e French (1993) tratam das anomalias de tamanho e valor e Carhart (1997) acrescenta a anomalia de momento aos seus modelos de precificação dos ativos. Uma anomalia é uma característica que é associada a retornos excedentes e regulares significativos que um modelo de precificação de ativos, como o CAPM, não explica. O que é anômalo em relação a um modelo pode ser consistente com as previsões de outros modelos. Fama e French (2012, 1992) relatam maiores retornos para carteiras de empresas menores que o CAPM não explica, o que levou ao fator de prêmio de risco por tamanho. Considera-se que as ações de valor são subestimadas porque são negociadas a um preço baixo em relação aos seus fundamentos. Fama e French (2012, 1992) também reconheceram um prêmio de ações de valor nos EUA e no mundo que o CAPM não explicou. Estes dois fatores, mais o fator prêmio de risco de mercado do CAPM, constituem seu modelo de três fatores (Fama e French, 1993). A anomalia de momento é a persistência de retornos positivos passados. Carhart (1997) adicionou-o como um quarto fator de risco ao modelo de Fama e French (1993) ao analisar os fundos mútuos dos EUA. Além disso, a métrica-F pode ser uma anomalia se a métrica-F atingir sistematicamente alfas positivos após o ajuste para esses fatores de risco.

A análise aqui aplica retornos mensais ao longo dos dez anos começando em julho de 2008 e terminando em junho de 2018. As diferentes carteiras são constituídas no final de junho de cada ano para garantir que as informações contábeis tenham sido divulgadas antes da constituição da carteira. O objetivo é evitar o viés do tipo look-ahead, conforme Fama e French (1992, 1993) e Machado e Medeiros (2011), por exemplo, entre vários autores brasileiros. Esse viés ocorre quando um pesquisador usa informações sobre um período passado que não estavam disponíveis para os investidores. Por exemplo, se as empresas divulgarem suas informações referentes ao final do ano até o final de abril do ano seguinte, então, se o investidor constituiu suas carteiras em abril, as empresas que não divulgaram as informações em abril não seriam consideradas. No futuro, porém, as informações divulgadas além do prazo estariam disponíveis ao pesquisador que forma carteiras para fins de análise histórica, resultando em uma amostra enviesada. Assim, o mês de junho é uma margem de segurança para eliminar a possibilidade de a amostra ser tendenciosa desta forma (Fama e French, 1992, p. 429).

Piotroski (2000) e Galdi e Lima (2016), para os EUA e Brasil, respectivamente, aplicaram a métrica-F para ações de valor porque seu valor de mercado relativamente baixo poderia ser devido a fundamentos pobres. Hyde (2018), no entanto, afirma que os investidores seriam mais propensos a empregar a métrica-F combinada com outro critério, o que abre a possibilidade de considerar todos os tipos de ações. A análise neste artigo difere desses artigos anteriores porque utiliza a amostra brasileira mais abrangente que poderia ser obtida, em vez de se concentrar apenas em ações de valor. Esta última reduziria ainda mais a amostra, uma vez que pode haver poucas ações de valor a considerar. Além disso, o efeito das ações de valor no Brasil não tem estado consistentemente presente nos últimos 25 anos, o que levanta dúvidas sobre a consideração da métrica-F como métrica explicativa exclusivamente para ações de valor (Rayes, Araújo e Barbedo, 2012). Finalmente, o ajuste dos modelos de Fama e French (1993) e Carhart (1997) permite avaliar se as carteiras com a métrica-F possuem características relativas aos fatores de risco de tamanho, valor e momento. Em caso afirmativo, indica que a métrica-F pode ser um mero critério que leva à criação de carteiras com uma ou mais destas características dominantes.

Este artigo contribui à literatura brasileira sobre o potencial da análise fundamental, particularmente para investidores menos sofisticados que não podem dedicar muito tempo ou recursos a essa atividade ou não conhecem o processo a fundo. Os investidores individuais, sobretudo se forem menos sofisticados, poderão se beneficiar mais do potencial, se houver, da métrica-F para constituir carteiras de empresas com bons fundamentos. Este tipo de investidor buscaria indicadores facilmente compreensíveis e alcançáveis para construir e ponderar suas carteiras (Carneiro e Leal, 2017). Além disso, os resultados podem indicar que a métrica-F é um critério razoável para a construção de fundos de índice fundamentalistas, às vezes chamados de fundos betainteligentes, com ações brasileiras. A literatura brasileira sobre o prêmio de ações de valor não reconhece a sua existência por unanimidade. Medeiros e Bressan (2015) e Machado e Medeiros (2014), por exemplo, encontram significância para o coeficiente de prêmio de valor, enquanto Rayes et al. (2012) relatam resultados opostos. Assim, a análise decorrente expande as evidências sobre a utilização da métrica-F porque a aplica a uma vasta amostra de ações de um grande mercado emergente. Finalmente, o estudo se diferencia dos estudos brasileiros anteriores também porque usa um período de amostragem em que a introdução gradual das *International Financial Reporting Standards* (IFRS) ocorreu e é o primeiro a considerar a métrica-F, no subperíodo em que essas normas tenham sido adotados por todas as empresas listadas, baseando-se em uma amostra de empresas sob uma norma contábil homogênea para obter métricas fundamentalistas.

Os resultados indicaram que apenas a carteira com empresas de alta métrica-F mostrou alfas positivas e significativas, bem como betas menores do que a carteira com empresas de baixa métrica-F. Esta significância dos alfas desapareceu no subperíodo iniciado em julho de 2011, quando todas as empresas incluídas na amostra já tinham adotado as IFRS. O risco de mercado (beta) foi maior para empresas com baixa métrica-F. As empresas menores com métrica-F elevada tiveram, em média, rendimentos mais elevados. Não houve indicação de que as empresas com maior ou menor métrica-F fossem ações de valor ou de crescimento, sugerindo que esta característica não distinguia as empresas de acordo com a sua métrica-F. Por último, as ações com métrica-F mais baixa revelaram resultados negativos persistentes. De modo geral, a evidência é consistente com a importância da qualidade dos fundamentos corporativos para uma menor exposição ao risco de mercado, especialmente para as médias e pequenas empresas, e também para evitar uma maior destruição do potencial valor da carteira. A métrica-F é um método simples e objetivo que pode ajudar os investidores brasileiros menos sofisticados a construir uma carteira de menor risco de mercado que não sofra retornos catastróficos.

2. Revisão da literatura sobre a métrica-F

Esta seção apresenta uma revisão da literatura sobre a métrica-F e detalhes de como ela é calculada. Primeiro, observa-se que este artigo utilizará o modelo de Fama e French (1993) e o modelo de precificação de ativos de Carhart (1997). Alguns artigos brasileiros que investigaram esses modelos serão mencionados na seção de resultados. Eles não foram incluídos nesta seção de revisão da literatura por uma questão de brevidade, uma vez que uma revisão detalhada de suas evidências está além do escopo deste artigo. O leitor poderia consultar Rayes et al. (2012) e Machado e Medeiros (2011), por exemplo, para uma revisão desta literatura.

Abarbanell e Bushee (1998) encontraram retornos anormais significativos após a formação de carteiras com base em um conjunto de variáveis de análise fundamental e que muitos desses retornos são gerados em momentos próximos à comunicação de resultados. Arnott et al. (2005) propuseram a formação de carteiras ponderadas por indicadores fundamentais e alegam que seu método conduz a rendimentos mais elevados e a uma volatilidade mais baixa do que a utilização do valor de mercado para efeitos de ponderação. No entanto, Asness et al. (2015) argumentaram que essa indexação fundamental não passa de uma estratégia de ações de valor.

A combinação de métricas fundamentalistas com portfólios que refletem anomalias de tamanho ou valor pode melhorar a relação risco e retorno. Asness et al. (2018) adicionam o fator Quality Minus Junk (QMJ), resultando em um prêmio significativo e mais estável ao longo do tempo, que não está concentrado em empresas muito pequenas, é robusto para medidas de tamanho que não se baseiam no preço e não são capturadas por um prêmio de iliquidez. Graham (2007) sugere que os investidores construam carteiras diversificadas com ações que apresentam múltiplos e taxas de endividamento baixos, um histórico de pagamento de dividendos e consistência de ganhos, o que seria uma combinação de fundamentos de boa qualidade e ações de valor.

Piotroski (2000) também combinou a análise fundamental com uma estratégia de ações de valor. Usou a métrica-F, que combina as pontuações de nove itens derivados de métricas de contabilidade e financeiras para medir a força dos fundamentos corporativos. O desempenho de um portfólio de ações de valor com bons fundamentos foi superior a um portfólio de ações de valor em seu estudo. O autor também relatou evidências de que o mercado leva tempo para incorporar informações financeiras como prova de ineficiência.

Piotroski (2000) argumenta que métricas contábeis e financeiras que refletem mudanças em algumas dimensões fundamentais são úteis para prever o desempenho das ações. A Tabela 1 mostra o método da métrica-F proposto pelo autor, que consiste em uma pontuação zero ou 1 para cada uma das nove afirmações relacionadas com as métricas fundamentais. A pontuação 1 corresponde a um efeito fundamentalista positivo e a métrica-F varia de 0 a 9. As afirmações são organizadas em três dimensões: rentabilidade (1 a 4), eficiência operacional (5 e 6), alavancagem e liquidez financeira (7 a 9). Empresas com alta métrica-F (HF) têm pontuação de 8 ou 9 e demonstram melhores fundamentos, enquanto àquelas com baixo métrica-F (LF) têm um score de 0 ou 1. Piotroski (2000) aplicou a mesma ponderação e reequilibrou suas carteiras no início de maio de cada ano, utilizando a informação do balanço do final do ano anterior.

Tabela 1

Critérios de pontuação da F-score

Item	Afirmiação	Caso sim
1	$ROA_t > 0$	+1
2	$CFO/Ativo_t > 0$	+1
3	$ROA_t - ROA_{t-1} > 0$	+1
4	$CFO/Ativo_t > ROA_t$	+1
5	$Margem\ bruta_t - margem\ bruta_{t-1} > 0$	+1
6	$Volume\ de\ negócios\ dos\ ativos_t - volume\ de\ negócios\ dos\ ativos_{t-1} > 0$	+1
7	$Índice\ atual_t - índice\ atual_{t-1} > 0$	+1
8	$Taxa\ de\ endividamento_t - taxa\ de\ endividamento_{t-1} > 0$	+1
9	A empresa não emitiu uma oferta pública de ações	+1

Obs. O valor atribuído a cada item será 1 se a afirmação for verdadeira e 0 caso contrário. A métrica-F é a soma das pontuações dos nove itens e varia de 0 a 9. O ano t é o ano anterior à formação da carteira. As carteiras são formadas no final de junho de cada ano. ROA_t é o retorno sobre ativos, definido como a receita líquida antes de itens extraordinários no final do ano $t-1$ sobre ativos no início do ano $t-1$. $CFO / Ativo_t$ é o fluxo de caixa operacional do ano $t-1$ sobre os ativos no início do ano $t-1$. A margem bruta é igual à diferença entre a receita líquida e o custo dos bens vendidos sobre as vendas. O volume de negócios dos ativos é a receita líquida do ano t acima da média dos ativos totais no início e no fim do ano t . O índice atual corresponde ao ativo circulante dividido pelo passivo circulante no ano t . A dívida é a dívida de longo prazo do ano t , que inclui a parcela da dívida de longo prazo classificada como passivo circulante, acima da média dos ativos totais no início e no fim do ano t .

As afirmações 1 e 2 da Tabela 1 referem-se ao ROA_t e ao $CFO/Ativos_t$, que são medidas de rentabilidade, e contribuem para os fundamentos da empresa quando são positivas. A afirmação 3 refere-se ao aumento anual da ROA, que, caso exista, tem um impacto positivo na empresa. A afirmação 4 trata da diferença entre a rentabilidade com base no fluxo de caixa e nos lucros, que indica que não houve acréscimos relevantes quando positivos, o que pode afetar negativamente a futura rentabilidade das empresas e o retorno das ações (Piotroski, 2000).

As afirmações 5 e 6 consideram a dimensão de eficiência operacional da métrica-F. Um aumento na margem bruta de um ano para o outro pode indicar uma melhoria nos custos ou um aumento nos preços do produto da empresa. Uma melhoria no volume de negócios dos ativos pode indicar uma operação mais eficiente ou um aumento nas receitas.

A dimensão de alavancagem e liquidez financeira contém três demonstrações. O aumento na atual taxa de liquidez da empresa, a diminuição do seu nível de endividamento e a ausência de uma emissão pública de ações estariam associados a uma melhoria dos fundamentos da empresa. Piotroski (2000) argumenta que uma empresa em dificuldades financeiras pode começar a angariar financiamento externo porque é incapaz de gerar fundos internamente e porque um aumento da dívida no longo prazo pode diminuir sua flexibilidade financeira no futuro. Além disso, o autor também sugere que a emissão de ações quando o preço das ações é subvalorizado, como no caso das ações de valor, destaca a má situação financeira de uma empresa.

A praticidade e simplicidade da métrica-F e seu apelo a muitos investidores que acreditam que as empresas com fundamentos de maior qualidade devem obter um desempenho superior no longo prazo têm gerado interesse no método fora dos EUA. Hyde (2014) aplicou-o a um conjunto de ações de mercados emergentes no índice dos mercados emergentes MSCI entre janeiro de 2000 (667 ações) e dezembro de 2011 (805 ações). O autor encontrou um prêmio positivo para seu portfólio de alta métrica-F, exceto para o Brasil, enquanto a carteira de ações brasileiras com baixa métrica-F tem melhor desempenho do que aquele com alta métrica-F. O autor não divulga a quantidade de ações brasileiras na amostra nem explora os motivos para o prêmio negativo no Brasil. Hyde (2018) aplicou a métrica-F no mercado australiano e não encontrou um alfa positivo e significativo, apesar de haver um retorno positivo em excesso em relação a um índice de mercado.

Há uma divergência nos resultados brasileiros. Galdi e Lopes (2013) encontram evidências favoráveis ao uso da métrica-F no mercado brasileiro entre 1994 e 2004, em contraste com Hyde (2014), mas argumentam que esses retornos desaparecem quando controlados por limites de arbitragem, já que são determinados por pequenas empresas que não permitem a arbitragem e também têm baixa liquidez ou alto grau de endividamento. Galdi e Lima (2016) e Werneck, Nossa, Lopes e Teixeira (2010) também aplicaram o método do Piotroski (2000) ao mercado brasileiro para os períodos de 2001 a 2011 e 1995 a 2004, respectivamente. Ambos encontraram que a análise fundamental contribui positivamente aos retornos futuros num período anterior à adoção integral das IFRS, embora as conclusões de Werneck et al. (2010) favoreçam o modelo de Ohlson.

Outros artigos brasileiros relataram os retornos com os fundamentos, mas sem o uso da métrica-F. Costa Jr., Meurer e Cupertino (2007) observam evidências fracas de que o retorno contábil antecipa os retornos do mercado. Rostagno, Soares e Soares (2008) esboçam o perfil fundamental das carteiras mensais de ganhos e perdas das empresas negociadas em bolsa de 1995 a 2002. Com base na análise fundamental, Malta e Camargos (2016) identificam oito variáveis relevantes para prever o retorno das ações, várias delas análogas às consideradas em Piotroski (2000). Roquete, Leal e Campani (2018) encontram evidências de que a estratégia fundamental de indexação, proposta por Arnott et al. (2005), pode ser melhor em tempos de baixa do mercado e assemelhar-se a uma estratégia de investimento em ações de valor.

Houve alfas positivos e significativos em alguns casos e os modelos de fatores de risco não conseguiram explicar completamente o desempenho de carteiras com ponderação igual, constituídas de acordo com a métrica-F em algumas bolsas (Hyde, 2018). Hyde (2018), no entanto, observou que os coeficientes alfa geralmente perderam sua importância quando as carteiras foram ponderadas pelo valor de mercado na Austrália, sugerindo um efeito de tamanho sobre as carteiras com a métrica-F igualmente ponderadas, o que não é surpreendente. Piotroski (2000), por exemplo, encontra provas de que os benefícios da análise das demonstrações financeiras e da métrica-F estão concentrados em pequenas e médias empresas com pouca ou nenhuma cobertura por analistas. Por outro lado, Hyde (2014) e Hyde (2018) não encontram nenhuma evidência baseada nessa hipótese para a Austrália e vários mercados emergentes. No entanto, há alguma convergência com relação à hipótese de que o mercado leva tempo para incorporar informações financeiras, o que é um aspecto fundamental da estratégia da métrica-F (Piotroski, 2000; Hyde, 2014) e da análise fundamental em geral (Graham, 2007).

3. Método

3.1 Amostra

O objetivo desta investigação é verificar se a métrica-F do Piotroski (2000) aplicada na construção de carteiras de ações brasileiras é capaz de gerar retornos anormais após o ajuste do modelo de quatro fatores do Carhart (1997). A amostra inicial é o conjunto de empresas negociadas na bolsa brasileira, chamado Brasil Bolsa Balcão (B3), entre junho de 2008 e junho de 2018. As IFRS foram introduzidas gradualmente durante este período, até que todas as empresas cotadas foram obrigadas a adotá-la até 2011, o que permite garantir um padrão contábil uniforme para as variáveis da métrica-F. Foram realizados testes para todo o período de amostragem e também para o subperíodo com início em 2011. As carteiras foram formadas em junho de cada ano para reduzir a possibilidade de viés prospectivo, garantindo a publicação dos dados contábeis antes da constituição das carteiras. A fonte dos dados foi a Bloomberg.

A amostra inicial foi de 3.427 empresas-ano, uma média anual de 343 empresas nos dez anos da amostra, variando entre 172 e 427. As empresas financeiras foram excluídas porque a sua elevada alavancagem provavelmente não tem o mesmo significado que em empresas não financeiras, em que uma alavancagem elevada pode significar dificuldades financeiras. Isso levou à exclusão de 502 empresas-ano da amostra. Posteriormente, as empresas sem valor de mercado no final do ano $t-1$ e na data de constituição da carteira no ano t foram excluídas, como essa variável é necessária para calcular os parâmetros necessários para formar a carteira, resultando na eliminação de 878 empresas-ano. As empresas com patrimônio contábil negativo ou nulo no final do ano $t-1$ também foram excluídas, de acordo com a metodologia de Fama e French (1992), o que levou à exclusão de 199 empresas-ano.

O próximo filtro excluiu 221 empresas-ano que não tinham os dados necessários para o cálculo da métrica-F. Finalmente, 171 empresas-ano sem cotações mensais consecutivas nos 12 meses antes e 12 meses após a data de constituição da carteira também foram excluídas, o que reduz os efeitos da falta de liquidez e permite o reequilíbrio da carteira (Machado e Medeiros, 2014). No caso de uma empresa ter mais de um tipo de ação, a mais líquida foi usada. O número médio de empresas analisadas por ano foi de 146 após essa filtragem (variando entre 74 e 180), próximo às 149 por ano para Machado e Medeiros (2014).

3.2 Cálculo da métrica-F

Esta seção relata as adaptações feitas à metodologia do Piotroski (2000) para ajustá-la à realidade do mercado brasileiro. Cada afirmação pontuada na métrica-F recebeu um valor de 0 ou 1 e é idêntica ao que foi apresentado na Tabela 1, que retrata o procedimento original do autor. A primeira diferença em relação ao método original é que as carteiras foram formadas no final de junho de cada ano, para serem compatíveis com o método de cálculo dos fatores dos modelos de Fama e French (1993) e Carhart (1997), enquanto Piotroski (2000) constituiu as carteiras no início de maio. A segunda diferença é que este artigo não restringe o exemplo apenas às ações de valor, como em Piotroski (2000), porque a amostra brasileira é muito menor que a norte-americana, e também porque a existência de um prêmio de valor no Brasil é controversa, de acordo com alguns autores (Medeiros e Bressan, 2015; Machado e Medeiros, 2014; Rayes et al.; 2012). A terceira e última diferença foi a forma como as empresas foram classificadas como alta (HF) e baixa métrica-F (LF). Neste artigo, as pontuações correspondentes à métrica-F alta (HF) e baixa são diferentes. Piotroski (2000) classificou as empresas com uma pontuação superior ou igual a 8 como HF, enquanto este artigo classificou as empresas com métrica-F superior ou igual a 7 como HF. As empresas classificadas como LF tiveram métrica-F inferior ou igual a 4 neste artigo, enquanto Piotroski (2000) classificou as empresas com pontuação inferior ou igual a 1 como LF. As outras empresas foram classificadas como métrica-F média (MF).

Essa terceira modificação foi introduzida devido ao tamanho menor da amostra brasileira, o que levaria a que muito poucas empresas fossem classificadas como alta e baixa métrica-F se as pontuações-limite originais do Piotroski (2000) tivessem sido empregadas. A carteira LF teria apenas uma empresa por ano em 7 em 10 anos e a HF menos de 10 empresas em 5 dos 10 anos se a classificação proposta por Piotroski (2000) fosse aplicada à amostra brasileira neste artigo. Em média, 26%, 44% e 30% da amostra foram classificados anualmente como HF, MF e LF, respectivamente. Estas porcentagens foram muito próximas dos 30%, 40% e 30% utilizados nas carteiras constituídas para estimar os fatores de risco dos modelos de Fama e French (1993) e Carhart (1997) descritos a seguir. Os cálculos detalhados da quantidade de empresas para cada item da métrica-F e por ano para cada método estão disponíveis com os autores.

3.3 Modelos de ajuste de risco e hipóteses

Regressões com retornos mensais para carteiras HF e LF foram estimadas para período inteiro da amostra (julho de 2008 a junho de 2018) e em um subperíodo da adoção integral das IFRS (julho de 2011 a junho de 2018), de acordo com as Equações 1, 2 e 3 para o CAPM, o modelo de três fatores de Fama e French (1993) e o modelo de quatro fatores de Carhart (1997), respectivamente. Para estimar as regressões foi utilizado o método dos mínimos quadrados ordinários com erros padrão robustos para heteroscedasticidade, visando verificar se os coeficientes alfa estimados das carteiras HF e LF igualmente ponderadas foram positivos e significativos, assim como para as séries mensais das carteiras de diferenças entre as carteiras HF e LF (HMLF), como em Hyde (2018, 2014).

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq. 1}$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i \times \text{SMB}_t + h_i \times \text{HML}_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq. 2}$$

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \alpha_i + \beta_i \times (R_{m,t} - R_{f,t}) + s_i \times \text{SMB}_t + h_i \times \text{HML}_t + w_i \times \text{WML}_t + \varepsilon_{i,t} \quad \text{Eq. 3}$$

$R_{i,t}$, $R_{f,t}$ e $R_{m,t}$ são os retornos da carteira i no mês t , a taxa livre de risco, e o índice de ações Ibovespa, respectivamente, com $\varepsilon_{i,t}$ sendo o erro correspondente nas Equações 1, 2, e 3. α_i é o intercepto estimado da regressão que indica o retorno em excesso ajustado por risco da carteira i .

O primeiro fator de risco nas Equações 1, 2 e 3 é o prêmio de risco de mercado (MRP), que é a diferença entre o retorno observado para o índice Ibovespa ($R_{m,t}$) e a taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) para cada mês ($R_{f,t}$), que permanece como sendo a taxa livre de risco. O índice Ibovespa representa a carteira de mercado porque é o mais antigo e mais seguido índice brasileiro; tem uma correlação 0,99 com o índice Brasil 100 (IBrX 100), que é mais amplo e seria uma alternativa; e é adotado em muitos estudos brasileiros (Roquete et al., 2018). Assim, o uso de qualquer um desses dois índices provavelmente produziria quase os mesmos resultados. Uma carteira igualmente ponderada das ações utilizadas para calcular os quatro fatores de risco tinha um coeficiente de correlação de 0,83 com o Ibovespa e 0,82 com o IBrX 100. Assim, uma carteira ponderada pelo valor dessas ações se comportaria de forma muito semelhante a esses índices de mercado.

O CDI é uma taxa de juros e representa a taxa sem risco porque é o valor de referência mais utilizado, sendo incluído como taxa comparativa nas fichas técnicas de quase todos os tipos de fundos. É considerado um custo de oportunidade no mercado brasileiro, e seu comportamento é muito semelhante à taxa do tesouro do Governo federal, com uma correlação de 0,99, embora não esteja diretamente sujeito à taxa de juros básica da política monetária (Roquete et al., 2018). β_i é o coeficiente do fator MRP para a carteira i .

As ações da amostra foram ranqueadas em função do seu valor de mercado em junho do ano t . A amostra ordenada foi então dividida em três grupos, chamados Grande (30% das empresas incluídas na amostra com o valor de mercado mais elevado), Médio (próximos 40%) e Pequeno (restantes 30% das empresas incluídas na amostra com o valor de mercado mais baixo). O SMB_t é o segundo fator de risco, presente nas Equações 2 e 3, e é a diferença entre as carteiras igualmente ponderadas constituídas pelas ações pequenas e grandes. s_i é o coeficiente do fator de risco SMB. Esse procedimento é uma adaptação daquele em Fama e French (1993) e análogo ao de vários autores brasileiros (Roquete et al., 2018; Mussa et al., 2012; Rayes et al., 2012; Machado e Medeiros, 2011, por exemplo). O cálculo dos dois fatores de risco restantes descritos a seguir é semelhante.

As ações da amostra foram também ordenados em junho do ano t de acordo com o book-to-market ratio (BTM), que é a razão entre o patrimônio líquido e o valor de mercado da empresa em dezembro do ano $t-1$. A amostra foi então dividida em três grupos, designados como Alto (30% das empresas incluídas na amostra com o BTM mais elevado), o que representa as ações de valor, Médio (próximos 40%) e Baixo (restantes 30% das empresas incluídas na amostra com o BTM mais baixo), representando as ações de crescimento. O HML_t é o terceiro fator de risco presente nas Equações 2 e 3 e é a diferença entre as carteiras igualmente ponderadas das ações classificadas como Alto e Baixo, sendo h_i seu coeficiente.

Finalmente, a amostra foi novamente ordenada de acordo com o retorno acumulado ao longo dos últimos 12 meses findo em junho do ano t , excluindo este mês para evitar o *bounce* entre as cotações de compra e venda, considerando assim uma janela de 11 meses. As ações incluídas na amostra foram classificadas como Vencedoras (as 30% com os retornos cumulativos mais elevados na janela de 11 meses), Neutras (as próximas 40%) e perdedoras (as restantes 30% com os piores resultados cumulativos na janela de 11 meses). WML_t é o quarto fator de risco, presente apenas na Equação 3, e é a diferença entre os retornos mensais da carteira igualmente ponderada das carteiras Vencedoras e Perdedoras, sendo w_i seu coeficiente.

As hipóteses resultantes da revisão da literatura e testadas neste artigo são que (H1) a carteira HF apresenta resultados médios ou medianos mais elevados que a carteira LF, embora (H2) os coeficientes alfa de HF e LF não sejam significativos após o ajuste do modelo de Carhart (1997). As evidências em Hyde (2014) e Piotroski (2000), para a métrica-F, e em Abarbanell and Bushee (1998) e Arnott et al. (2005), para os fundamentos em geral, entre outros, apóiam a H1. A noção de que um método simples de pontuação, como o F-Score, oferece consistentemente alfas positivos e significativos, mesmo depois do ajuste para fatores de risco bem conhecidos, indicaria a inadequação do modelo de precificação de ativos de Carhart (1997), e a evidência em Hyde (2018), para a métrica-F, sugere que isso não acontece e suporta H2.

4. Resultados

4.1 Discussão dos fatores de risco

A Tabela 2 apresenta estatísticas descritivas das principais carteiras e fatores de risco no período de amostragem de 120 meses compreendido entre julho de 2008 e junho de 2018, bem como na amostra de 84 meses do subperíodo que teve início em 2011. O MRP não apresentou média, significativamente, diferente de zero ao longo do período, tendo atingido a maior volatilidade entre os fatores de risco considerados. Este resultado indica um período em que o mercado de ações não conseguiu obter um retorno cumulativo superior ao CDI, o que é consistente com Daltro e Leal (2019).

Tabela 2

Estatísticas descritivas dos resultados das carteiras selecionadas

Carteira	Média	Mediana	DP	M/DP	Mín	Máx
Painel A: julho de 2008 a junho de 2018 (120 meses)						
SMB	-0,55	-1,16**	4,76	-0,11	-10,86	16,25
HML	-0,01	-1,00	4,48	0,00	-8,27	20,15
WML	1,14**	2,20**	5,38	0,21	-21,53	11,02
MRP	-0,52	-0,76	6,59	-0,08	-25,60	18,60
HF	1,03**	1,43**	5,52	0,19	-24,71	20,74
MF	0,85	0,70	6,79	0,12	-24,93	34,24
LF	0,35	0,37	8,47	0,04	-32,73	37,52
HMLF	0,68*	1,04**	4,27	0,16	-16,78	14,64
Painel B: julho de 2011 a junho de 2018 (84 meses)						
SMB	-0,85*	-1,16**	4,76	-0,11	-8,95	16,25
HML	-0,02	-0,99	4,67	0,00	-8,27	20,15
WML	1,58**	2,67**	5,29	0,30	-21,53	11,02
MRP	-0,45	-0,98	6,18	-0,07	-13,75	18,60
HF	0,70	0,97*	4,32	0,16	-9,42	11,58
MF	0,63	0,35	5,48	0,12	-9,76	18,97
LF	0,07	-0,05	6,34	0,01	-13,64	22,58
HMLF	0,63*	1,05**	3,24	0,19	-11,18	8,42

Obs.: Todos os números indicam porcentagens. O segundo período corresponde àquele em que a convergência às normas internacionais de contabilidade já havia sido plenamente realizada para as empresas brasileiras negociadas em bolsa. O SMB (pequeno menos grande) é o prêmio de risco mensal para as ações de pequenas empresas. O HML (alto menos baixo) é o prêmio de risco para ações com o patrimônio líquido mais elevado com relação ao seu valor de mercado. WML (vencedores menos perdedores) é o prêmio de risco para as ações com os retornos cumulativos mais elevados nos 12 meses anteriores. O MRP é o prêmio de risco de mercado calculado como a diferença entre a rentabilidade do Ibovespa e o CDI para cada mês. HF é a carteira das empresas com métrica-F maior ou igual a 7, LF é a carteira de empresas com métrica-F menor ou igual a 4, e MF contém as outras empresas. HMLF é a diferença entre o retorno das carteiras HF e LF em cada mês. Média é a média aritmética dos retornos mensais. Mediana é a mediana dos retornos mensais. Mín. e Máx. são os retornos mensais mínimos e máximos. DP é o desvio padrão dos retornos mensais. M / DP é a relação entre a média aritmética e o desvio padrão dos retornos mensais. O teste de normalidade Shapiro-Wilk, não mostrado, rejeitou a normalidade de todas as séries retratadas na tabela. ** and * indicam que a média é significativamente diferente de zero, de acordo com um teste-t bicaudal, bem como que a mediana é significativamente diferente de zero, de acordo com um teste de sinais de Wilcoxon a 5% e 10%, respectivamente. O número médio de empresas por ano em HF, MF e LF é de 36,0, 60,1 e 41,2, respectivamente.

A média e mediana do fator SMB são negativas e revelam que as maiores empresas tiveram um melhor desempenho no período de amostragem, de acordo com as evidências brasileiras de Cordeiro e Machado (2013), Mussa, Famá e Santos (2012), Machado e Medeiros (2011), entre outros, contradizendo as evidências seminais dos EUA em Fama e French (1993) por um período muito mais longo. A ausência de significância estatística para a média da SMB confirma Machado, Faff e Silva (2017), Cordeiro e Machado (2013), Rayes et al. (2012) e Machado e Medeiros (2011) no Brasil e Alquist, Israel e Moskowitz (2018), revela significância estatística negativa para outros países. Também é possível que os filtros de liquidez aplicados aqui excluam as existências de empresas de menor dimensão, cujos retornos são naturalmente cruciais para o prêmio de tamanho. Além disso, Alquist et al. (2018) and Asness et al. (2018) alegam que o prêmio de tamanho não é robusto ou estatisticamente significativo e se deve à falta de liquidez, a empresas muito pequenas, ao efeito de janeiro ou à prospecção de dados.

A média do fator HML no Painel A da Tabela 2 é basicamente zero ao longo do período e corresponde aos resultados de vários autores brasileiros, sugerindo algumas persistência nos prêmios nulo ou até mesmo negativo para as ações de valor no Brasil (Medeiros e Bressan, 2015; Machado e Medeiros, 2014; Cordeiro e Machado, 2013; Rayes et al., 2012; Machado e Medeiros, 2011). No entanto, isso vai contra a evidência seminal em Fama e French (1993) e à evidência brasileira em Mussa et al. (2011).

A WML média foi positiva e significativa e a mais alta entre os quatro fatores da Carhart (1997), indicando retornos persistentemente positivos entre as empresas brasileiras, o que corresponde às evidências relatadas por vários autores brasileiros (Machado et al., 2017; Machado e Medeiros, 2014; Machado e Medeiros, 2011) e internacionais (Carhart, 1997), mas contradiz Mussa et al. (2012), que não encontrou significado para o fator de risco do momento.

Embora esses resultados sejam consistentes com várias conjecturas apresentadas na literatura, o período de 10 anos analisado é relativamente curto para interpretações substantivas de cada fator de risco e, de qualquer maneira, este não é o propósito deste artigo. Além disso, Welch e Goyal (2008) afirmam o desempenho mau e instável ao longo do tempo da maioria dos modelos que tentam prever o retorno fora da amostra, o que é corroborado por Bahrami, Shamsuddin e Uylangco (2018) em mercados emergentes. Consequentemente, na interpretação dos resultados a serem apresentados, essas advertências sobre os fatores de risco devem ser tomadas em consideração.

4.2 Estatísticas descritivas da métrica-F

O Painel A da Tabela 2 mostra que o HF tinha uma rentabilidade média mais elevada e um desvio-padrão mais baixo que o MF e o LF. A carteira HMLF, que é a diferença entre os resultados do HF e do LF, ofereceu uma rentabilidade positiva e marginalmente significativa, que é inferior ao HF. O desvio-padrão da carteira HF é inferior à MF e LF, mas superior ao HMLF.

As estatísticas descritivas adicionais do Painel B da Tabela 2 descrevem o período entre julho de 2011 e junho de 2018, quando a convergência internacional das normas contábeis já tinha sido plenamente realizada. Globalmente, os resultados são consistentes com os do período a partir de julho de 2008, exceto no que se refere à perda de significância da rentabilidade média mensal da carteira de HF, mas não da mediana de sua rentabilidade. Os valores menores dos desvios-padrão das carteiras HF, MF, LF e HMLF também se destacam. A convergência com as normais contábeis internacionais não parece ter afetado substancialmente estes resultados iniciais.

As carteiras das empresas com bons fundamentos contábeis podem oferecer retornos mais elevados com menor volatilidade, sujeitas as limitações da duração do período de amostragem. Assim, a evidência é consistente com o H1 de que os retornos médios ou medianos do HF seriam superiores aos da carteira LF, apoiando preliminarmente a noção de que uma carteira de empresas com melhores fundamentos pode superar as carteiras de empresas com fundamentos não tão bons.

4.3 Carteiras de métrica-F, ajuste de risco e alfas

O Painel A da Tabela 3 mostra os coeficientes dos modelos de precificação dos ativos ajustados aos resultados das carteiras HF e LF igualmente ponderadas com base na métrica-F. Apenas a carteira HF exibiu um alfa positivo e significativo para os três modelos, de acordo com Hyde (2018) para a Austrália. Além disso, destaca-se que a importância do alfa para a carteira HF obtida com o CAPM permanece mesmo após a utilização dos fatores de risco adicionais dos outros modelos. Isso sugere provavelmente que a carteira HF possivelmente tenha mérito, mas os resultados do Painel B da Tabela 3, no subperíodo IFRS, mostram coeficientes alfa não significativas para HF em todos os modelos. Assim, é provável que os resultados no Painel A sejam simplesmente relacionados com o período e que não possam ser generalizados. O coeficiente beta foi significativo em todos os modelos, como esperado, porque o PMR continua sendo o fator de risco mais importante para as carteiras de ações brasileiras (Medeiros e Bressan, 2015; Machado e Medeiros, 2011). A carteira LF tinha um coeficiente beta superior à HF, também como esperado, porque as empresas nesta carteira têm fundamentos de menor qualidade devido à forma em que foram construídas, de acordo com a métrica-F. Portanto, não é surpreendente que apresentem um maior risco sistemático. Estes resultados são consistentes com os de Asness, Frazzini e Pedersen (2019), que mostram que as empresas de maior qualidade têm beta menor.

Tabela 3

Carteiras de métrica-F, ajuste de risco e alfas

Modelo	Carteira	α	β	s	H	w	R ² aj.
Painel A: julho de 2008 a junho de 2018 (120 meses)							
CAPM	HF	0,56*	0,70**	-	-	-	0,68
	LF	0,06	1,04**	-	-	-	0,65
	HMLF	-0,32	-0,34**	-	-	-	0,27
F&F	HF	0,77**	0,67**	0,41**	-0,12	-	0,78
	LF	0,43	0,96**	0,75**	-0,11	-	0,80
	HMLF	-0,47	-0,29**	-0,33**	-0,02	-	0,40
Carhart	HF	0,74**	0,68**	0,44**	-0,11	0,05	0,78
	LF	0,50	0,95**	0,69**	-0,14	-0,10	0,80
	HMLF	-0,59*	-0,26**	-0,23**	0,02	0,16**	0,42
Painel B: julho de 2011 a junho de 2018 (84 meses)							
CAPM	HF	0,14	0,58**	-	-	-	0,69
	LF	-0,37	0,85**	-	-	-	0,69
	HMLF	-0,31	-0,27**	-	-	-	0,26
F&F	HF	0,29	0,59**	0,17**	-0,02	-	0,72
	LF	0,11	0,86**	0,56**	-0,02	-	0,83
	HMLF	-0,64**	-0,27**	-0,38**	0,00	-	0,51
Carhart	HF	0,31	0,58**	0,16	-0,02	-0,02	0,72
	LF	0,28	0,79**	0,40**	-0,04	-0,21**	0,84
	HMLF	-0,80**	-0,20**	-0,24**	0,02	0,20**	0,56

Obs.: Regressões estimadas com mínimos quadrados ordinários e erros padrão robustos com retornos mensais. HF é a carteira das empresas com métrica-F maior ou igual a 7, LF é a carteira de empresas com métrica-F menor ou igual a 4. HMLF é a diferença entre o retorno das carteiras HF e LF em cada mês. Os modelos CAPM, 3 fatores de Fama e French (F&F) e Carhart foram definidos nas Equações 1, 2 e 3, respectivamente. O alfa (α) é indicado em porcentagem por mês e é o intercepto da regressão. β é o coeficiente referente ao prêmio do risco de mercado. s , h , e w são os coeficientes dos fatores de risco do tamanho (SMB), valor (HML) e momento (WML), respectivamente. ** e * indicam a significância aos níveis de 5% e 10%, respectivamente.

O coeficiente do fator SMB foi positivo e significativo na maioria dos casos, indicando que a rentabilidade das carteiras HF e LF, igualmente ponderadas, foi dominada pelos retornos das empresas HF baixas e altas, de acordo com as conclusões de Galdi e Lopes (2013). Além disso, esse coeficiente foi mais elevado para a carteira LF, indicando que tende a ter empresas menores, o que também é consistente com a presença de piores fundamentos nas empresas menores (Fama e French, 1993). Os coeficientes do fator HML não foram significativos, sugerindo que as empresas das carteiras HF e LF não podem ser caracterizadas como ações de valor ou crescimento, corroborando evidências de que o comportamento desse fator no mercado brasileiro varia com o período e a carteira estudados (Machado et al., 2017; Machado e Medeiros, 2014; Cordeiro e Machado, 2013; Rayes et al., 2012; Machado e Medeiros, 2011). Esses resultados são aproximadamente os mesmos com ou sem o fator de risco WML. Finalmente, o coeficiente WML foi negativo e significativo para a carteira LF no subperíodo em que a adoção integral das IFRS tinha sido concluída, fornecendo alguns elementos de prova adicionais de que as empresas que tiveram piores resultados nos 12 meses anteriores à formação da carteira dominavam o retorno da carteira LF.

A carteira longa na carteira HF e curta na carteira LF (HMLF) apresentou apenas um coeficiente alfa ligeiramente significativo e negativo para o modelo Carhart (1997), com todas as betas negativas e significativas, sugerindo que se trata de uma carteira contracíclica com potencial de destruição de valor para o investidor. O coeficiente do fator SMB também foi negativo e significativo, indicando que as médias e grandes empresas concentram as ações com melhores fundamentos que as pequenas empresas. Mais uma vez, não houve significância para os coeficientes do fator HML, mas houve uma indicação de um efeito do momento para o HMLF, com coeficiente positivo e significativo para o fator WML. Caso fossem usadas carteiras ponderadas pelo valor em vez das carteiras igualmente ponderadas, que favorecem as ações menores, influenciariam ainda mais os resultados para as empresas maiores. Finalmente, os outros resultados para o período com início em julho de 2011, após a conclusão da convergência contábil para as normas internacionais, estão no Painel B da Tabela 3 e são análogas àquelas apresentadas no Painel A, com a notável exceção da perda de importância dos coeficientes alfa das carteiras HF.

Em geral, estes resultados confirmam H2, que afirma que uma estratégia de métrica-F elevada não é capaz de gerar alfa, embora apresentem retornos médios e medianos mais elevados e menores riscos totais e beta. Estes resultados, mesmo na ausência do alfa, sublinham a importância dos fundamentos contábeis das empresas para os investidores.

5. Conclusões e implicações

Este artigo empregou a métrica de métrica-F do Piotroski (2000), que avalia a qualidade dos fundamentos de uma empresa para verificar se estão relacionados à geração de retornos anormais. A adoção gradual da IFRS está incluída no período de amostragem que inicia em julho de 2008 e termina em junho de 2018. A análise foi repetida para o período entre julho de 2011 e junho de 2018, no qual foi concluída a adoção das IFRS para as empresas cotadas. A amostra inclui, em média, 146 empresas por ano. Foram construídas carteiras igualmente ponderadas com as empresas de acordo com suas pontuações F no final de junho de cada ano, com informações disponíveis no final de dezembro do ano anterior para evitar o viés prospectivo.

Apenas a carteira de métrica-F elevada apresentou um alfa positivo e significativo para todo o período de amostragem, mas desapareceu no período que começou em 2011. A evidência sobre o potencial de geração do alfa aqui apresentado não foi conclusiva, pois dependia do período estudado e confirma a hipótese de que carteiras de alta métrica-F podem não gerar alfa. Isso é consistente com o que Hyde (2014) relata para o Brasil, mas não é consistente com o que o mesmo autor (2018, 2014) relatou para outros países. Os dados relativos ao risco de mercado (beta) eram mais robustos e mostravam que a carteira com empresas com melhores fundamentos apresentava um beta inferior ao das empresas com piores fundamentos, o que é consistente com Asness et al. (2019). O portfólio de alta métrica-F apresentou maiores retornos médios e medianos que as carteiras de métrica-F baixa e média, de acordo com os achados de Abarbanell e Bushee (1998) referente aos maiores retornos para empresas com melhores fundamentos. A ponderação igual e os coeficientes significativos para o fator de risco do prêmio de tamanho sugerem que as grandes empresas não dominam o retorno do portfólio de F-Score alto, o que está de acordo com as constatações brasileiras em Galdi e Lopes (2013). O fator de risco do prêmio para as ações de valor não era significativo e não parecia estar relacionado com a composição da carteira de acordo com a métrica-F. As carteiras com a métrica-F inferior apresentaram um coeficiente negativo e significativo para o fator de risco do momento no subperíodo iniciado em 2011, sugerindo retornos persistentemente negativos.

Esses resultados implicam que carteiras compostas por empresas com métrica-F mais elevada e que, de preferência, se concentrem em ações de empresas médias ou menores têm o potencial de oferecer uma rentabilidade média atraente com menor risco de mercado e menor risco de rentabilidade catastrófica, embora não se deva esperar alcançar um alfa positivo e significativo. Este portfólio é defensivo e pode ser particularmente relevante para investidores individuais menos sofisticados que não têm tempo, talento e recursos para realizar uma análise fundamental adequada. A métrica-F também pode ser um critério para formar um índice ou ETF. A análise aqui apresentada também contribui para mostrar que uma carteira de alta métrica-F não é uma carteira de ações de valor. Este estudo foi também o primeiro a abordar a métrica-F em um período de padrões contábeis homogêneos para empresas negociadas no Brasil. Finalmente, observe-se que a ponderação igual das carteiras indicava que as empresas de tamanho médio com bons fundamentos poderiam ser uma boa escolha para o investidor.

Algumas sugestões para futuras pesquisas podem ser apresentadas. Primeiro, como o período de amostragem é sempre relativamente curto no Brasil, técnicas de simulação podem ser utilizadas na série de retorno das carteiras de métrica-F para obter uma distribuição alfa e ter uma inferência mais robusta sobre ela. Alternativamente, pode ser que fatores omitidos expliquem a obtenção de um alfa positivo e significativo durante todo o período de amostragem. Exemplos de candidatos para tais fatores seriam a Betting Against Beta (BAB), o que reflete a tendência para comprar ações com beta baixo, evitando aquelas com beta alto, e o fator Quality Minus Junk (QMJ), o que reflete uma tendência a comprar empresas lucrativas, crescentes, seguras e com altos dividendos, conforme as propostas de Frazzini e Pedersen (2014) e Asness et al. (2019), respectivamente. Além disso, podem também ser considerados os dois fatores adicionais do modelo de cinco fatores de Fama e French (2015). Estes fatores adicionais possivelmente eliminariam a importância do alfa em todos os casos para empresas com métrica-F elevada, porque também apresentaram betas mais baixos, o que é uma característica comum entre estas empresas e fatores.

6. Referências

- Abarbanell, J. S. & Bushee, B. J. (1998). Abnormal returns to a fundamental analysis strategy. *The Accounting Review*, 73(1), pp.19–45. Recuperado de <https://www.jstor.org/stable/248340?seq=1>
- Alquist, R., Israel, R. & Moskowitz, T. (2018). Fact, fiction, and the size effect. *Journal of Portfolio Management*, 45(1), pp. 34-61. doi: 10.3905/jpm.2018.1.082
- Arnott, R., Hsu, J. & Moore, P. (2005). Fundamental indexation. *Financial Analysts Journal*, 61(2), pp. 83–99. doi: 10.2469/faj.v61.n2.2718
- Asness, C., Frazzini, A., Israel, R. & Moskowitz, T. J. (2015). Fact, fiction, and value investing. *Journal of Portfolio Management*, 42(1), pp. 34–52. doi: 10.3905/jpm.2015.42.1.034
- Asness, C., Frazzini, A., Israel, R., Moskowitz, T. J. & Pedersen, L. H. (2018). Size matters, if you control your junk. *Journal of Financial Economics*, 129(3), pp. 479–509. doi: 10.1016/j.jfineco.2018.05.006
- Asness, C. S., Frazzini, A. & Pedersen, L. H. (2019). Quality minus junk. *Review of Accounting Studies*, 24(1), pp. 34-112. doi: 10.1007/s11142-018-9470-2
- Bahrami, A., Shamsuddin, A. & Uylangco, K. (2018). Out-of-sample stock return predictability in emerging markets. *Accounting & Finance*, 58(3), pp. 727-750. doi: 10.1111/acfi.12234
- Carhart, M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *The Journal of Finance*, 52(1), pp. 57-82. doi: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb03808.x
- Carneiro, A. & Leal, R. P. C. (2017). Naive portfolios, Brazilian stock funds, and individual investors. *Academia Revista Latinoamericana de Administración*, 30(3), pp. 383-401. doi: 10.1108/ARLA-08-2016-0217
- Cordeiro, R. A. & Machado, M. A. V. (2013). Value or growth strategy? Empirical evidence in Brazil. *Review of Business Management*, 15(46), pp. 91-111. doi: 10.7819/rbgn.v15i46.1170
- Costa Jr., N. C. A., Meurer, R. & Cupertino, C. M. (2007). Existe alguma relação entre retornos contábeis e retornos do mercado de ações no Brasil? *Revista Brasileira de Finanças*, 5(2), pp. 233-245. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/23586/existe-alguma-relacao-entre-retornos-contabeis-e-retornos-do-mercado-de-acoes-no-brasil->
- Daltro, A. B. V. & Leal, R. P. C. (2019). Fixed income and passive asset allocation outperformance in Brazil. *The Journal of Wealth Management*, 22(2), pp. 37-49. doi: <https://doi.org/10.3905/jwm.2019.1.071>
- Fama, E. F. & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), pp. 427-465. doi: 10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x
- Fama, E. F. & French, K. R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), pp. 3-56. doi: 10.1016/0304-405X(93)90023-5
- Fama, E. F. & French, K. R. (2012). Size, value, and momentum in international stock returns. *Journal of Financial Economics*, 105(3), pp. 457-472. doi: 10.1016/j.jfineco.2012.05.011
- Fama, E. F. & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), pp. 1-22. doi: 10.1016/j.jfineco.2014.10.010
- Frazzini, A. & Pedersen, L. (2014). Betting against beta. *Journal of Financial Economics*, 111(1), pp. 1–25. doi: 10.1016/j.jfineco.2013.10.005
- Galdi, F. C. & Lopes, B. (2013). Limits to arbitrage and value investing: Evidence from Brazil. *Latin American Business Review*, 14(2), pp. 107-137. doi: 10.1080/10978526.2013.808943

- Galdi, F. C. & Lima, V. S. (2016). Value & growth investing e PEAD no Brasil. *Revista Brasileira de Finanças*, 14(4), pp. 551-551. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/45809/value--growth-investing-e-pead-no-brasil>
- Graham, B. (2007). *O investidor inteligente*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira
- Hyde, C. E. (2014). An emerging markets analysis of the Piotroski F-score. *JASSA The Finsia Journal of Applied Finance*, 2(1), pp. 23-28. doi: 10.2139/ssrn.2274516
- Hyde, C. E. (2018). The Piotroski F-Score: Evidence from Australia. *Accounting & Finance*, 58(2), pp. 423-444. doi: 10.1111/acfi.12216
- Machado, M. A. V., Faff, R. & Silva, S. C. S. (2017). Applicability of investment and profitability effects in asset pricing models. *Revista de Administração Contemporânea*, 21(6), pp. 851-874. doi: <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2017170027>.
- Machado, M. A. V. & Medeiros, O. R. (2011). Modelos de precificação de ativos e o efeito liquidez: Evidências empíricas no mercado acionário brasileiro. *Revista Brasileira de Finanças*, 9(3), pp. 383-412. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/4545/modelos-de-precificacao-de-ativos-e-o-efeito-li--->
- Machado, M. A. V. & Medeiros, O. R. (2014). Anomalias e retorno acionário: Evidências empíricas do mercado brasileiro. *Revista de Administração FACES Journal*, 13(2), pp. 26-46. Recuperado de <http://www.fumec.br/revistas/facesp/article/view/3117/1960>
- Malta, T. L. & Camargos, M. A. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE - Revista de Gestão*, 23(1), pp. 52-62. doi: 10.1016/j.rege.2015.09.001
- Medeiros, L. C. & Bressan, A. A. (2015). O value premium e o risco-país como dimensões do risco na estimação dos retornos condicionados: um estudo do mercado brasileiro. *Brazilian Business Review*, 12(3), pp. 70-95. doi: 10.15728/bbr.2015.12.3.4
- Mussa, A., Famá, R. & Santos, J. O. (2012). A adição do fator de risco momento ao modelo de precificação de ativos dos três fatores de Fama & French aplicado ao mercado acionário brasileiro. *REGE - Revista de Gestão*, 19(3), pp. 453-472. doi: 10.5700/rege433
- Piotroski, J. (2000). Value investing: The use of historical financial statement analysis to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 38(supplement), pp. 1-41. doi: 10.2307/2672906
- Rayes, A. C. R. W., Araújo, G. S. & Barbedo, C. H. S. (2012). O modelo de 3 fatores de Fama e French ainda explica os retornos no mercado acionário brasileiro? *Revista Alcance*, 19(1), pp. 52-61. doi: <https://doi.org/10.14210/alcance.v19n1.p52-61>
- Roquete, R. M., Leal, R. P. C. & Campani, C. H. (2018). Fundamental indexation in Brazil: A competitive strategy? *Review of Business Management*, 20(3), pp. 361-377. doi: 10.7819/rbgn.v20i3.3261
- Rostagno, L. M., Soares, K. T. C. & Soares, R. O. (2008). O perfil fundamentalista das carteiras vencedoras e perdedoras na Bovespa no período de 1995 a 2002. *Brazilian Business Review*, 5(3), pp. 271-288. Recuperado de <https://www.redalyc.org/pdf/1230/123012563007.pdf>
- Welch, I. & Goyal, A. (2008). A comprehensive look at the empirical performance of equity premium prediction. *The Review of Financial Studies*, 21(4), pp. 1455-1508. doi: 10.1093/rfs/hhm014
- Werneck, M. A., Nossa, V., Lopes, A. B. & Teixeira, A. (2010). Estratégia de investimentos baseada em informações contábeis: modelo residual income valuation - Ohlson versus R-score - Piotroski. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 3(2), pp. 141-164. Recuperado de <http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/ASAA/article/viewFile/1758/1639>

Práticas da Contabilidade Gerencial, Qualidade e Desempenho no Contexto de um Monopólio Natural

Afonso Carneiro Lima

<https://orcid.org/0000-0001-8780-3671> | E-mail: afonsolima@unifor.br

Eliane Evangelista Correia

| E-mail: eliane.e.correia@gmail.com

Hong Yuh Ching

<https://orcid.org/0000-0002-3155-7261> | E-mail: hongching@fei.edu.br

Resumo

Objetivo: Este artigo tem como objetivo analisar a relação entre o uso de artefatos da contabilidade gerencial e porte, desempenho e qualidade dos serviços prestados por empresas brasileiras concessionárias de distribuição de energia elétrica, setor configurado como monopólio natural, marcado por um grande número de regulações e restrito a um número limitado de estratégias orientadas ao desempenho.

Método: A pesquisa envolveu 22 concessionárias de um universo de 63; utilizou-se para a análise das relações os testes não paramétricos Qui-quadrado, *Kruskal-Wallis*, *U de Mann-Whitney* e τ de Kendall.

Resultados: Resultados evidenciam maior frequência da utilização dos artefatos tradicionais e sugerem uma relação entre a utilização dos artefatos e o porte da empresa. Porém, não se verificou uma relação entre a utilização desses artefatos e o desempenho nas organizações investigadas (diferenciando-se de outras pesquisas), nem com a qualidade dos serviços. Pode-se concluir que, nesse contexto de monopólio natural, informações obtidas por meio de artefatos não se prestam ao aperfeiçoamento das operações, apesar das iniciativas de um pequeno número de organizações.

Contribuições: Diversos estudos têm investigado a relação entre práticas da contabilidade gerencial (artefatos) e o desempenho organizacional em diferentes contextos, porém, pouco se sabe acerca dessa relação no contexto de setores altamente regulados.

Palavras-chave: Contabilidade gerencial. Artefatos da contabilidade gerencial. Empresas de energia elétrica.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 11/11/2019. Pedido de Revisão em 9/12/2019. Resubmetido em 28/3/2020. Aceito em 8/6/2020 por Dr. Andson Braga de Aguiar (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

O setor elétrico está configurado como um monopólio natural, isto é, sua estrutura se baseia no fato de que a maximização dos resultados e a plena eficiência no emprego dos recursos nessa atividade econômica são apenas possíveis quando ela é desempenhada em condições de exclusividade (Figueiredo, 2016). Nesse contexto, a partir da Lei n.º 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, a qual trata das concessões e permissões para a prestação de serviços públicos, instituiu-se a adoção de tarifas diferenciadas, inaugurando assim uma nova fase para os serviços relacionados à distribuição de energia elétrica no País: o Estado passou a assumir o papel de regulador e fiscalizador de serviços de infraestrutura, a fim de minimizar custos e tarifas e, ao mesmo tempo, objetivando a qualidade dos serviços prestados à sociedade.

A partir dessa nova configuração institucional, a Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel) teria como proposta alinhar a gestão das empresas alinhada à prestação de serviços qualificados, eficientes e a preços competitivos. Assim, entre os principais aspectos do novo marco regulatório, a agência se ocupou da determinação de padrões de qualidade dos serviços de distribuição de energia, do monitoramento das operações das concessionárias e da fixação das tarifas, considerando que a fixação de um preço-teto incentivaria as concessionárias a buscarem produtividade via redução de custos (Pessanha, Souza, & Laurencel, 2007). Para as empresas concessionárias, o desempenho financeiro tenderia a melhorar em função do aumento de eficiência operacional, de níveis mais baixos de perdas, da redução de inadimplência, do aperfeiçoamento dos sistemas de transmissão e distribuição e do acréscimo do número de consumidores regulares (Silvestre, Matos, & Filgueira, 2010). Diante de tal cenário, argumenta-se que as práticas (ou artefatos) da contabilidade gerencial – denominação abrangente de artefatos, atividades, ferramentas, filosofias de gestão, instrumentos, métodos de custeio, modelos de gestão, métodos de avaliação ou sistemas de custeio que são empregados por profissionais da contabilidade gerencial em suas atividades (i.e., custeios por absorção, variável e padrão; valor presente e simulação; Benchmarking, Kaizen, Just in Time, etc.) (Soutes & Guerreiro, 2007) – seriam um subsídio essencial ao processo de tomada de decisão no âmbito das concessionárias, principalmente, por possibilitar um exame detalhado acerca do desempenho das atividades, dos projetos, dos produtos e do desempenho econômico-financeiro geral (Atkinson, Kaplan, Matsumura, & Young, 2015; Crepaldi & Crepaldi, 2014).

Com base nos desafios de lucratividade e de crescimento das empresas distribuidoras de energia elétrica, pode-se supor a existência de uma associação direta entre o seu desempenho econômico-financeiro (além do porte e da qualidade percebida) e o uso de artefatos, especialmente os chamados artefatos “modernos”, uma vez que tais artefatos são capazes de fornecer maior fundamentação e segurança aos tomadores de decisão quanto à redução de perdas nas operações e quanto à geração de valor do que os chamados artefatos tradicionais, estes mais relacionados à determinação de custos e obtenção de informações para o controle financeiro e o planejamento.

Assim, esta pesquisa parte da seguinte pergunta: **Existe uma associação entre o uso de artefatos modernos da contabilidade e o porte, a qualidade dos serviços prestados e o desempenho econômico-financeiro nessas empresas?** Objetiva-se então averiguar a relação entre a utilização desses artefatos e as variáveis “porte”, “qualidade percebida” e “desempenho”, no âmbito das empresas concessionárias de distribuição de energia.

Em meio a estudos que abordam a relação entre práticas da contabilidade gerencial e o desempenho organizacional em diferentes contextos (Leite, Diehl, & Manvailer, 2015; Gonzaga, Luz, Guimarães, & Valerio Junior, 2010; Espejo, Portulhak, & Martins, 2015; Klein & Almeida, 2017; Soutes & Guerreiro, 2007; Sulaiman, Ahmad, & Alwi, 2004), pouco se sabe acerca dessa relação no contexto de setores altamente regulados, i.e., monopólios naturais. Além disso, ainda não há estudos que explorem como tais práticas influenciam a qualidade percebida por parte de clientes, uma medida de geração de valor sob a perspectiva da estratégia. Finalmente, esta pesquisa contribui com *insights* aos gestores de empresas do setor, especificamente, sobre possíveis complementariedades entre medidas financeiras e de qualidade – contribuindo assim para a verificação do impacto financeiro a partir da geração de valor – e sobre como o emprego de artefatos modernos pode auxiliar na identificação de iniciativas de baixo custo que possam contribuir para o aumento da qualidade percebida, o que pode vir a trazer retornos intangíveis via reputação.

Apresenta-se, na próxima seção, a revisão da literatura juntamente com as respectivas hipóteses; em seguida, a metodologia, com as descrições de cada variável analisada, procedimento amostral, coleta de dados e procedimentos de análise; a análise de resultados, incluindo análises complementares acerca dos dados obtidos; a conclusão, onde são enfatizadas sobretudo os achados que se configuram como contribuições teóricas, bem como sugestões para novas investigações e as referências (principalmente artigos científicos e documentos) fundamentais à pesquisa.

2. Revisão da Literatura

O conjunto de artefatos e a verificação do seu uso neste contexto de pesquisa baseou-se no trabalho de Soutes (2006) e no documento *International Management Accounting Practice Statement* (IMAP #1): *Management Accounting Concepts* citado pela mesma autora (*International Federation of Accountants*, 1998). Adotou-se também a classificação dos artefatos em tradicionais e modernos a partir das contribuições de Sulaiman et al. (2004) e de Soutes e Guerreiro (2007); tal classificação é legitimada a partir de estudos anteriores, a exemplo de Bjoornenak e Olson (1999), mas também encontra ampla aceitação em outras pesquisas na temática verificada a partir de suas diversas citações.

Em relação à classificação, esta se dá a partir dos estágios evolutivos das práticas da contabilidade gerencial, em que são classificados em artefatos tradicionais aqueles presentes no 1º e 2º estágios e em artefatos modernos aqueles listados nos 3º e 4º estágios de evolução.

- **1º estágio:** artefatos voltados à determinação do custo e controle financeiro, i.e., custeio por absorção, custeio variável, custeio padrão, retorno sobre o investimento.
- **2º estágio:** artefatos voltados informação para controle e planejamento gerencial, i.e., preço de transferência, moeda constante, valor presente, orçamento e descentralização.
- **3º estágio:** artefatos voltados à redução de perdas de recursos no processo operacional, i.e., custeio baseado em atividades, custeio-alvo, Benchmarking, Kaizen, Just in Time (JIT), Teoria das Restrições, Planejamento estratégico, Gestão Baseada em Atividades (ABM).
- **4º estágio:** artefatos voltados à criação de valor por meio do uso efetivo dos recursos: Economic Value Added (EVA), Simulação, GECON, Balanced Scorecard, Gestão Baseada em Valor (VBM) (Soutes, 2006; International Federation of Accountants, 1998).

2.1 Uso de artefatos modernos e crescimento/porte da empresa

Em relação aos estudos que abordam a relação entre o uso de artefatos modernos e porte ou crescimento organizacional, ainda não se pode verificar uma convergência significativa de resultados.

Em uma abrangente revisão da literatura sobre a prática da contabilidade gerencial em empresas da China, Índia, Malásia e Cingapura, Sulaiman *et al.* (2004) verificaram a utilização preponderante de artefatos tradicionais em detrimento de artefatos modernos. Embora os autores argumentem acerca da insuficiência informacional a partir de artefatos tradicionais como custeio-padrão, orçamento e ponto de equilíbrio em um contexto setorial de elevada competição, eles também reconhecem os potenciais custos de implementação dos chamados artefatos modernos na amostra, especificamente, em empresas tradicionais de manufatura atuantes em setores pouco inovadores. Assim, considerando a dinâmica competitiva como fator de estímulo ao uso de artefatos modernos, os autores chamam a atenção para a necessidade de uma conscientização acerca da existência desses artefatos, além da falta de expertise e de apoio por parte da alta gestão à sua efetiva implementação. A partir desses resultados, pode-se argumentar que o uso de artefatos modernos pode se dar de acordo com as exigências do ambiente de negócios, i.e., em setores mais dinâmicos.

O estudo de Teixeira, Gonzaga, Santos e Nossa (2011), a partir das duzentas maiores empresas do Estado do Espírito Santo e a utilização de artefatos, não evidencia uma associação significativa entre uso de artefatos modernos e porte; porém, são apresentados indícios de que a quantidade de ativos está positivamente associada a um maior número de artefatos utilizados e à intensidade dessa utilização. Tal conclusão complementa os achados de Sulaiman *et al.* (2004) de que o uso de artefatos modernos estaria mais relacionado ao potencial de crescimento da organização (a partir da dinâmica do setor), ao invés do porte em si.

Em uma pesquisa exploratória com nove empresas familiares de capital aberto no Brasil, Grande e Beuren (2011) buscaram identificar variações nas práticas de contabilidade gerencial a partir dos relatórios da administração no período entre 1998 e 2007. Ao longo desse período, os autores identificaram a predominância de práticas mais voltadas à determinação dos custos financeiros e controle e à redução de desperdícios, estágios 1 e 3 do relatório IMAP #1, (*International Federation of Accountants*, 1998). Práticas mais relacionadas à provisão de informações para o planejamento e controle gerencial, bem como para a criação de valor mediante uso eficaz dos recursos, isto é, práticas mais complexas e mais ligadas a aspectos estratégicos, foram parcialmente verificadas, ainda que não consolidadas. A partir desse estudo, verifica-se que, mesmo em uma amostra de empresas de grande porte, a influência de normas de cunho familiar pouco importa numa estrutura organizacional profissionalizada. Além disso, dado o tamanho das empresas analisadas, não se verifica uma relação direta entre a utilização de práticas mais modernas e o crescimento, sugerindo assim não haver relação direta entre porte e o uso de práticas dessa categoria.

Já Espejo, Portulhak e Martins (2015), ao investigarem as práticas de controle gerencial em 45 hospitais universitários federais, evidenciam que em treze dos hospitais analisados há uma “baixa aderência” aos artefatos. Entre as práticas mais utilizadas, foram identificados o planejamento estratégico e análises isoladas de receitas, custos e despesas, centros de custos e grupos de serviço. Práticas mais avançadas foram identificadas em apenas dois dos hospitais de grande porte. Assim, mesmo considerando diferentes amostras de empresas em setores distintos, pode-se verificar que tais resultados corroboram os desdobramentos apontados em Grande e Beuren (2011).

Por meio de uma abordagem do ciclo de vida da organização, Paulo e Cintra (2018) verificaram como o uso dessas práticas se altera ao longo do ciclo de vida de uma empresa em um setor marcado por forte dinâmica competitiva, identificando que a empresa, a cada ciclo de vida, utilizou-se de artefatos gerenciais como subsídio ao seu crescimento, porém de maneira reativa e *ad hoc*, isto é, como resposta a problemas que emergiram com o crescimento da empresa e a complexidade das operações. Tais resultados ilustram uma relação parcial entre porte/crescimento e o uso de artefatos modernos.

As contribuições ora apresentadas permitem concluir que ainda não há uma relação claramente direta entre o porte organizacional e a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial, porém, trazem à luz a questão da dinâmica competitiva e a complexidade dos problemas e questões vivenciada a partir do crescimento como fatores que certamente influenciam a utilização de artefatos modernos. Considerando os limites de atuação das empresas distribuidoras a partir do novo marco regulatório, i.e., delimitação das tarifas, exigência de padrões de qualidade, pode-se inferir que a utilização de artefatos modernos é muito mais preponderante para as estratégias de crescimento dessas empresas. Assim, a seguinte hipótese pode ser derivada para a pesquisa em questão:

H1: Há uma associação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e o porte nas empresas concessionárias de energia elétrica.

2.2 Uso de artefatos modernos e desempenho da empresa

Em se tratando da relação entre a utilização de artefatos modernos nas empresas e desempenho organizacional, Ittner e Larcker (1995) ressaltam que não se pode vincular o uso de práticas da contabilidade a uma vantagem competitiva, isto é, a um desempenho superior em relação aos seus competidores. Em estudo posterior (Ittner & Larcker, 1997), os autores evidenciaram, a partir de uma amostra de empresas de diferentes países que o desempenho obtido a partir de práticas da contabilidade ou de mecanismos de controle estratégico variam de setor para setor; ao argumentarem a necessidade de respostas criativas e flexíveis por parte das empresas, os autores ainda mostraram que em diversos contextos, a utilização de controles estratégicos pode reduzir o desempenho da empresa.

No Brasil, o estudo de Soutes e Guerreiro (2007), similarmente, apontou que empresas que utilizavam artefatos modernos também apresentavam índices de desempenho diferenciado. Porém, não foram identificadas relações entre o uso dos artefatos e variáveis como porte, setor de atuação e controle acionário. Em outra amostra de empresas, Guerreiro e Soutes (2013), analisando a relação entre técnicas de gestão baseadas no tempo (*Time-Based Management*) e o desempenho organizacional, não identificaram uma associação entre o uso dessas técnicas mais complexas e o retorno sobre os ativos, indicador-chave de produtividade. Tal resultado leva a crer que, apesar da utilização de tais práticas, haja restrições ou gargalos fora do ambiente organizacional.

Já Gonzaga, Luz, Guimarães e Valerio Júnior (2010), ao relacionarem o porte das empresas e a utilização de artefatos (i.e., *benchmarking*, orçamento, *Balanced Scorecard*, custeio padrão, planejamento estratégico, custeio por absorção, preço de transferência e custeio variável) evidenciaram uma relação positiva entre a quantidade e a intensidade de uso dos artefatos e o valor dos ativos das empresas, isto é, foi identificada uma relação direta entre a utilização dos artefatos e o desempenho.

Em estudo em Minas Gerais com 68 cooperativas agropecuárias, Reis e Teixeira (2013) verificaram que 19 delas, as quais utilizavam artefatos modernos, apresentaram respectivamente faturamentos e ativos médios da ordem de 2 a 3,4 vezes maior do que aquelas cujo uso se dava a partir de artefatos mais tradicionais; esses resultados levam a crer que a utilização de artefatos modernos contribuem para o desempenho organizacional, muito embora as razões e aspectos subjacentes necessitem ser mais bem investigados. Nessa mesma linha, Morais, Coelho e Holanda (2014), ao examinarem a associação entre o uso de artefatos e o objetivo de maximização do valor em empresas de capital aberto do Brasil, ilustram que a quantidade de artefatos implementados não contribui para a maximização do desempenho da empresa, mas, sim, para a sua modernização contínua. Com isso, cabe uma discussão mais detalhada sobre essa relação, envolvendo o contexto de análise desses artefatos, a velocidade de implementação efetiva (e institucionalização desses artefatos), bem como os principais fatores que influenciam a sua implementação tendo em vista o contexto competitivo.

A partir dos estudos supracitados, ainda não se pode verificar uma relação clara entre o uso de artefatos modernos e desempenho, fato que leva à necessidade de maiores verificações, além de uma maior consideração do contexto competitivo. Neste caso, devido a limitações regulatórias de relativas a tarifas e padrões de qualidade exigidos às empresas distribuidoras de energia, pode-se argumentar que estas podem aumentar seu desempenho a partir do uso de práticas modernas da contabilidade gerencial, em especial por meio de decisões que impactem em eficiência operacional e financeira. Assim, estabeleceu-se a seguinte hipótese:

H2: Há uma relação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e o desempenho econômico-financeiro das empresas concessionárias de energia elétrica.

2.3 Uso de artefatos modernos e qualidade

Apesar da relação de complementariedade entre a gestão da qualidade e contabilidade gerencial, considerando seus efeitos no desempenho das empresas (Sedevich-Fons, 2018), de maneira geral, não foram identificados estudos tratando da relação entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade por empresas e a percepção de qualidade a partir de produtos e serviços. Contudo, alguns estudos identificados nessa linha serviram como apoio para fundamentar a relação entre o uso de artefatos e a qualidade percebida, isto é, a avaliação da qualidade de produtos e serviços pelo cliente final.

Um dos primeiros estudos relacionando práticas da contabilidade gerencial e qualidade é também o de Ittner e Larcker (1995), que, por meio de pesquisas extensivas com empresas dos setores automotivo e de informática, evidenciaram que a qualidade, enquanto filosofia de gestão, está diretamente associada ao subsídio informacional de modernas práticas da contabilidade gerencial. Da mesma forma, Ittner e Larcker (1997) mostraram a partir de uma amostra de empresas de diferentes países a relevância do suporte informacional da contabilidade às ações de gestão focadas em qualidade e que tais informações ou controles necessários variam entre os setores.

Mais recentemente, em pesquisa realizada no contexto brasileiro, especificamente no setor hoteleiro, Lunkes et al. (2018) apontaram uma tendência de utilização de medidas não financeiras, mais voltadas à inovação e à gestão baseada em atividades, apesar do predomínio do uso de práticas tradicionais da contabilidade gerencial. Considerando o contexto operacional do setor hoteleiro, marcado pela sazonalidade, volatilidade da demanda, precibilidade, tempo reduzido de serviço, elevados níveis de investimento em ativos fixos e de custos fixos, além de diversidade e intensidade da mão de obra, pode-se concluir que a qualidade é uma medida-chave para nortear e avaliar a multiplicidade das operações como meio de diferenciação ou fidelização. Tal aspecto ilustra uma inclinação natural à adoção de práticas da contabilidade aderentes à necessidade de clientes, visto que são poucas as possíveis estratégias para aumento de receitas, em detrimento de estratégias de otimização. Pode-se extrapolar essa mesma lógica para setores como o energético, em que a fixação de limites de preço (Pessanha et al., 2007) acaba por limitar as estratégias para o aumento de receitas. Assim, partindo-se do pressuposto de que as empresas do setor energético tenderiam a utilizar subsídios informacionais por meio de artefatos modernos para garantir melhores controles e ações de qualidade em seus serviços em consonância aos padrões regulatórios, sugere-se a seguinte hipótese:

H3: Há uma relação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e a qualidade percebida pelo consumidor em relação aos serviços prestados por empresas concessionárias de energia elétrica.

Apoiando-se nesta revisão da literatura, a próxima seção apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa, incluindo descrições quanto à abordagem, descrição e processo de coleta de dados e procedimentos analíticos.

3. Metodologia

Considerando o objetivo desta pesquisa, adotou-se uma abordagem quantitativa, utilizando-se tanto dados secundários quanto primários. Os dados secundários foram compostos por documentos setoriais obtidos nas páginas eletrônicas da Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel), da Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica (Abradee) e em relatórios publicados nas páginas eletrônicas das empresas concessionárias; já os dados primários foram obtidos por meio de um questionário enviado a profissionais ligados às áreas contábil ou administrativo-financeira com conhecimento das rotinas e práticas da contabilidade gerencial das respectivas empresas em que atuam.

Em relação à amostra, cabe ressaltar que o Brasil possui 101 distribuidoras de energia elétrica, sendo 63 delas concessionárias e 38 permissionárias, além de treze cooperativas de eletrificação rural cuja operação é regida por autorização precária e em processo de regularização para se tornarem concessionárias ou permissionárias (Aneel, 2016a). Inicialmente, foram contempladas as 101 distribuidoras, porém, devido ao baixo índice de respostas, optou-se por trabalhar com as 63 concessionárias. Destas, 73% são de capital privado. Quanto ao porte, 59% são de grande porte (>1 TWh) e 41% de pequeno porte. Assim, considerou-se para fins de procedimento uma amostragem não probabilística, situação em que há uma escolha deliberada de seus elementos, mas cujos resultados não são representativos da população (Fonseca & Martins, 2012). Seguindo essa linha de raciocínio, adotou-se a técnica de amostragem por quotas, tendo em vista a manutenção da proporcionalidade de características fundamentais na amostra final presentes na população (Curwin & Slater, 2007; Cochran, 2007). A amostragem por quotas consiste em uma amostra deliberadamente selecionada com base no julgamento do(a) pesquisador(a), restrita a dois estágios: a geração de categorias ou quotas de controle de elementos da população e a seleção dos elementos da amostra, com base em conveniência ou julgamento (Malhotra, 2012). Foram selecionadas, assim, 22 concessionárias de um universo de 63 empresas (35% da população), observando-se os seus portes (pequena ou grande) e a origem do capital (público ou privado), conforme a Tabela 1.

Tabela 1

Dimensões do universo e da amostra da pesquisa

Porte	Privado				Público			
	Universo	%	Amostra	%	Universo	%	Amostra	%
Grande	25	54%	8	53%	12	71%	5	71%
Pequeno	21	46%	7	47%	5	29%	2	29%
Total	46	100%	15	100%	17	100%	7	100%

Em relação ao perfil dos sujeitos, cabe ressaltar que três deles respondem, cada um, por duas empresas. Assim, têm-se 19 respondentes, dos quais 16 atuam na área contábil e os demais junto a áreas de planejamento e/ou controle. Treze deles trabalham há mais de dez anos na empresa atual, e o tempo médio de experiência verificado após obtenção do diploma de graduação foi de 12 anos. Quanto ao grau de conhecimento sobre os artefatos, 73% deles afirmaram possuir conhecimento e 27% afirmaram ter pouco conhecimento sobre os artefatos. Apenas o respondente da concessionária CPFL afirmou ter conhecimento aprofundado sobre o assunto. Uma breve caracterização dos respondentes pode ser visualizada na Tabela 2.

Tabela 2

Perfil dos sujeitos da pesquisa

Respondente	Concessionária	Cargo	Formação	Atuação na empresa (anos)
1	COELCE AMPLA	Gerente de Planejamento e Controle	Ciências Contábeis	2
2	CELG Distribuição S/A	Superintendente de Planejamento Econômico-Financeiro	Ciências Econômicas	13
3	CEMIG	Superintendente de Controladoria	Ciências Contábeis	30
4	COPEL	Gerente Contábil	Ciências Contábeis	13
5	LIGHT	Gerente Contábil	Ciências Contábeis	7
6	CEEE D	Contador(a)	Ciências Contábeis	11
7	CEMAR CELPA	Coordenador(a) de Orçamento	Ciências Contábeis	1
8	CEB Distribuição	Contador(a)	Ciências Contábeis	6
9	ELETROCAR	Gerente Contábil	Ciências Contábeis	37
10	BANDEIRANTE ESCELSA	Gerente Contábil	Ciências Contábeis	9
11	Muxfeldt, Marin e Cia. Ltda.	Supervisor(a) Contábil	Ciências Contábeis	20
12	Força e Luz Coronel Vivida Ltda.	Assessor(a) Administrativo(a)	Administração	30
13	CHESP	Gerente do Departamento de Contabilidade	Ciências Contábeis	40
14	Nova Palma Energia Ltda.	Contador(a)	Ciências Contábeis	2
15	DME Distribuição S/A	Gerente Contábil	Ciências Contábeis	27
16	Iguaçu Distribuidora de Energia Elétrica Ltda.	Contador(a)	Ciências Contábeis	30
17	COCEL	Contador(a)	Ciências Contábeis	16
18	Hidroelétrica Panambi S/A	Supervisor(a) de Contabilidade	Ciências Contábeis	15
19	CPFL Energia	Coordenador(a) de Contabilidade	Ciências Contábeis	19

O questionário, elaborado a partir da relação de artefatos apresentada em Soutes (2006), teve a finalidade de levantar informações sobre o conhecimento e a utilização dos artefatos pelas empresas. Sua aplicação se deu ao longo do segundo semestre de 2017.

Conjugando os dados primários e secundários para análise, a Tabela 3, a seguir, descreve as respectivas fontes de dados, variáveis de análise bem como seu detalhamento.

Tabela 3

Variáveis utilizadas na pesquisa

Variáveis	Especificação das Variáveis	Fonte
Artefatos da contabilidade	Atividades, ferramentas, instrumentos, filosofias e modelos de gestão utilizados por profissionais da contabilidade gerencial, no exercício de suas funções (Soutes, 2006).	Dados obtidos a partir de questionário fundamentado em Soutes (2006) e <i>International Federation of Accountants</i> (1998) ¹
Desempenho	$Eficiência = \frac{PMSO_A^2}{PMSO_R^3} - 1$	ANEEL (2016a; 2016b; 2017)
	$Rentabilidade = \frac{EBIT_A^4 - EBIT_R^5}{BRL^6}$	ANEEL (2016a; 2016b; 2017)
	Indicador de Desempenho Global de Continuidade (DGC): Examina o nível da continuidade do serviço prestado pela distribuidora em relação aos limites estabelecidos pela ANEEL para a sua área de concessão e, em comparação às demais distribuidoras. Para o cálculo, consideram-se os seguintes indicadores: <i>DEC</i> ⁷ e <i>FEC</i> ⁸ .	ANEEL (2013; 2016a; 2016b; 2017)
Índice Aneel de Satisfação do Consumidor (Iasc)	Indicador de satisfação do consumidor residencial quanto aos serviços prestados, compondo-se em cinco variáveis: qualidade percebida, valor percebido, satisfação global, confiança no fornecedor e fidelidade.	ANEEL (2016b; 2017)
Porte da concessionária	São consideradas de grande porte quando a empresa tem faturamento superior a 1 TWh (terawatt hora) e, de menor porte, quando menor ou igual a 1 TWh.	ANEEL (2016a)
Origem do capital	o controle acionário pode ser público ou privado.	ABDEE

Nota: ¹Optou-se por uma relação não atualizada desses artefatos tendo em vista a possibilidade de comparação dos resultados com os de outros estudos que se utilizaram do inventário baseado em Soutes (2006), a partir do IFAC (1998). ² $PMSO_A$ = Indicador pessoal, materiais, serviços e outros ajustado dos últimos 12 meses. ³ $PMSO_R$ = Indicador pessoal, materiais, serviços e outros regulatório dos últimos 12 meses. ⁴ $EBIT_A$ = lucro antes de juros e impostos ajustado dos últimos 12 meses. ⁵ $EBIT_R$ = lucro antes de juros e impostos regulado dos últimos 12 meses ajustado. ⁶ BRL = Base de remuneração líquida. ⁷*DEC* = Duração Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora: número de horas que um consumidor permanece sem energia elétrica durante determinado período. ⁸*FEC* = Frequência Equivalente de Interrupção por Unidade Consumidora: identifica quantas vezes, em média, houve interrupção, na unidade consumidora.

Em relação às medidas de desempenho específicas ao setor, a rentabilidade é obtida pelo quociente da diferença entre o lucro operacional (Ebit) realizado e o lucro operacional regulatório (realizado menos regulatório) pela base de remuneração líquida (montante de investimentos efetivados pelas empresas na prestação dos serviços a ser coberto pelas tarifas cobradas aos consumidores). Assim, quanto maior o índice, mais rentável é a empresa. Eficiência, por sua vez, obtém-se por meio do quociente entre a eficiência das despesas com pessoal, material, serviços e outros (PMSO realizado) e o PMSO regulatório, patamar considerado como *benchmark* para as empresas distribuidoras de energia. Dessa forma, quanto maior o valor obtido a partir desse quociente, menor é a eficiência na gestão de custos por parte da empresa. Já o indicador Desempenho Global de Continuidade, indicador de natureza operacional, é calculado por meio da média aritmética simples das razões entre valores realizados e limites regulatórios anuais dos indicadores Duração Equivalente de Interrupção por Consumidora (DEC) e Frequência Equivalente de Interrupção por unidade Consumidora (FEC). Assim, índices DGC inferiores a 1 são desejáveis, visto que este se trata de um limite regulatório para interrupções na transmissão de energia.

A qualidade percebida dos serviços de distribuição de energia é mensurada por um indicador geral de satisfação do consumidor residencial composto de cinco variáveis: qualidade percebida, valor percebido, satisfação global, confiança no fornecedor e fidelidade. Qualidade percebida compõe-se de 17 itens agrupados em 3 dimensões: informações ao cliente, acesso à empresa e confiabilidade nos serviços; valor percebido avalia a percepção do consumidor na dimensão econômica (3 itens); satisfação global, satisfação ampla relativa à empresa e a distância entre a empresa em análise e uma empresa percebida como ideal (3 itens); confiança no fornecedor a partir da visão do consumidor (4 itens) e fidelidade, mensurada a partir da averiguação de intenção de troca (3 itens). Cada uma dessas cinco variáveis se utiliza de uma escala de avaliação distinta e cada indicador obtido mediante modelagem via Partial Least Squares (PLS) e, em seguida, ponderados no índice Aneel de satisfação do consumidor (Iasc). A coleta de dados para a composição desses indicadores se dá anualmente mediante entrevistas junto a domicílios sorteados aleatoriamente.

Para a análise estatística das hipóteses, foram utilizados os testes não paramétricos destacados na Tabela 4.

Tabela 4

Testes utilizados para tratamentos das hipóteses

Tratamento		
H1	Há uma associação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e o porte nas empresas concessionárias de energia elétrica.	teste Qui-Quadrado (χ^2)
H2	Há uma relação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e o desempenho econômico-financeiro das empresas concessionárias de energia elétrica.	teste Mann-Whitney (U)
H3	Há uma relação positiva entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e a qualidade percebida pelo consumidor em relação aos serviços prestados por empresas concessionárias de energia elétrica.	teste Mann-Whitney (U)

Testes não paramétricos são aplicáveis à análise de pequenas amostras ($n < 30$) e não dependem de parâmetros populacionais, tais como média, variância, desvio padrão etc., derivados de suas respectivas estimativas amostrais (Fonseca & Martins, 2012; Bruni, 2012). Para se obter perfis de grupos entre as variáveis associadas, utilizou-se o teste de Kendall (Field, 2009). As análises foram realizadas por meio do *software IBM Statistics Package for the Social Sciences (SPSS)* versão 18.

A seção seguinte traz a análise dos dados a partir do levantamento documental e de um questionário nas áreas de planejamento e de controladoria das empresas de energia.

4. Análise dos Resultados

A partir de uma análise descritiva inicial referente à utilização dos artefatos da contabilidade gerencial na amostra selecionada, verificou-se, dentre os artefatos modernos, o predomínio do planejamento estratégico (19 empresas), do *benchmarking* (18 empresas) e do *Balanced Scorecard* (19 empresas); quanto à utilização dos artefatos tradicionais, estes mais empregados que os modernos, sobressaem-se o orçamento (20 empresas), o custeio variável (18 empresas), o retorno sobre o investimento (16 empresas) e a gestão baseada em valor (VBM) (15 empresas); já os artefatos menos utilizados, dos quais todos estão classificados como modernos, têm-se: *kaizen* (2 empresas), Gecon (2 empresas) e Just in Time (3 empresas). Percebe-se a predominância do uso dos artefatos tradicionais em relação aos modernos, visto que 16 empresas (73% da amostra) utilizam majoritariamente artefatos tradicionais, divergindo de resultados como os de Soutes e Guerreiro (2007), em que 66% das empresas em análise utilizavam artefatos modernos. Este é um achado relevante, pois, supondo-se que a influência regulatória descrita por Pessanha et al. (2007) e Silvestre et al. (2010) exigisse o uso de artefatos modernos, mais direcionados à redução de perdas de recursos no processo operacional e à geração de valor por meio das operações (Soutes, 2006; *International Federation of Accountants*, 1998), esperava-se que a maioria das empresas investigadas fizesse uso desses artefatos ao invés daqueles mais tradicionais. Além disso, as variáveis previamente definidas para o estudo estão mais diretamente associadas ao propósito dos chamados artefatos modernos.

Ao se averiguar o conhecimento dos respondentes acerca dos artefatos da contabilidade gerencial, observou-se que 73% deles possui conhecimento; os demais respondentes ou revelaram ter pouco conhecimento ou desconhecem.

Em relação à confiabilidade das respostas pertinentes à utilização dos artefatos, identificada pelo teste do alfa de Cronbach, obteve-se o valor de 0,9, indicando assim um nível de excelência para a realização de inferências estatísticas, apresentando-se um percentual de 90%, superior ao que, em geral, é aceito, isto é, 0,7 (HAIR et al., 2009).

4.1 Utilização de artefatos modernos e porte da empresa

Para se testar a hipótese H1, empregou-se o teste Qui-Quadrado (χ^2), objetivando detectar a existência de associação significativa entre duas variáveis categóricas (Field, 2009). Sendo os valores χ^2 da tabela de valores críticos dependentes do nível de significância adotado e do número de graus de liberdade, utilizou-se o nível de significância (α) de 5%. Para fins de análise, restringiram-se as respostas favoráveis ao uso de artefatos modernos às notas 4 e 5 a partir de uma escala de 1 a 5 (Tabela 5).

Tabela 5

Cálculo da contingência e teste Qui-quadrado de associação entre uso de artefatos modernos e o porte da empresa

Porte	Sim (notas 4 e 5)		Não (notas 1, 2 e 3)		Total
	Respostas	Qui-Quadrado	Respostas	Qui-Quadrado	
Grande	90	1,85	79	1,58	
Pequeno	42	2,67	75	2,29	
Total	132	-	154	-	286

Nota-se que para $\chi^2_{(0,05;1)}$ os valores críticos são iguais a 3,84. Como o valor calculado supera o valor crítico ($8,38 > 3,84$) ao nível de significância (α) de 5%, pode-se afirmar que o porte da empresa possui associação significativa à utilização de artefatos modernos. Comparativamente, nos resultados obtidos por Gonzaga et al. (2010), as empresas de grande porte estão positivamente associadas a uma maior quantidade e intensidade de uso dos artefatos, embora os autores não tivessem analisado os estágios dos artefatos.

4.2 Utilização de artefatos modernos e desempenho

Para se testar H2, foram consideradas as análises cruzadas de indicadores financeiros, referentes ao ano de 2016 (eficiência, rentabilidade e DGC) com a utilização ou não de artefatos modernos pelas empresas. Para a devida avaliação, adotou-se a seguinte regra: nota 1 (sim), caso a resposta média quanto ao uso de artefatos modernos for maior do que 3, e 0 (não), caso contrário. Para testar essa hipótese, utilizou-se o teste Mann-Whitney (U). De acordo com Bruni (2012), este teste é a versão não paramétrica equivalente ao teste paramétrico t (Student), devendo ser empregado na análise sobre duas amostras, independentemente de terem sido extraídas a partir de médias iguais. Os valores de U , calculados a partir do referido teste, avaliam o grau de entrelaçamento dos dados dos dois grupos após a ordenação.

O teste valor-p indica a probabilidade de ocorrência dos valores da estatística mais extremos do que o observado, sob a premissa de a hipótese nula ser verdadeira. Para examinar a hipótese nula contra a hipótese alternativa, empregou-se a escala de evidência, sugerida por Fisher, em que se rejeita esta hipótese nula para os casos em que os valores do valor-p sejam menores do que 0,05 (Morettin, 2009).

4.2.1 Indicador de eficiência

Ao se comparar estatisticamente as variáveis artefatos modernos e indicador de eficiência, observou-se que o resultado obtido para o valor-p foi superior ao nível de significância ($0,8212 > 0,05$ com $U = 56$), concluindo-se não haver diferenças significativas entre os valores do indicador de eficiência e as empresas que usam, ou não, artefatos modernos (Figura 1).

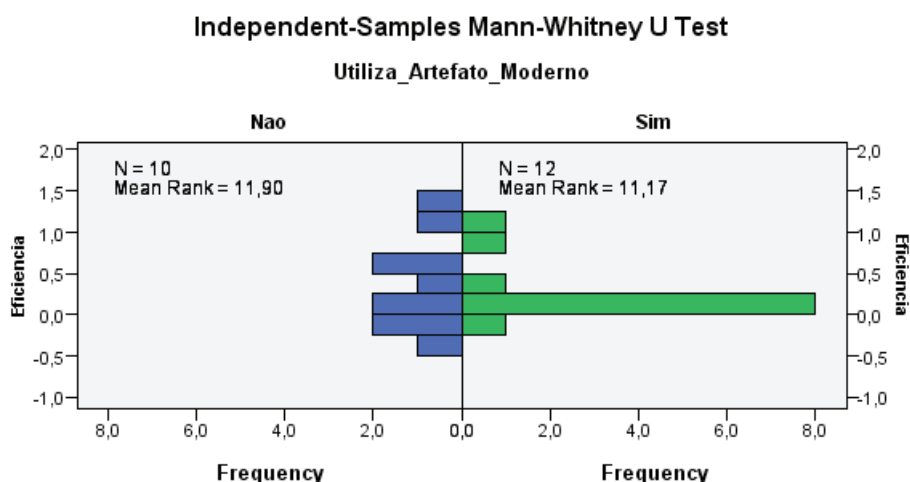


Figura 1. Teste de Eficiência, de Mann-Whitney, para amostras independentes

4.2.2 Indicador de rentabilidade

Avaliando-se as variáveis artefatos modernos e indicador de rentabilidade, identificou-se que o resultado obtido para o valor-p foi superior ao nível de significância ($0,2030 > 0,05$ com $U = 79,5$), indicando, portanto, não haver diferenças expressivas entre os valores do indicador de rentabilidade e as empresas que utilizam ou não artefatos modernos (Figura 2).

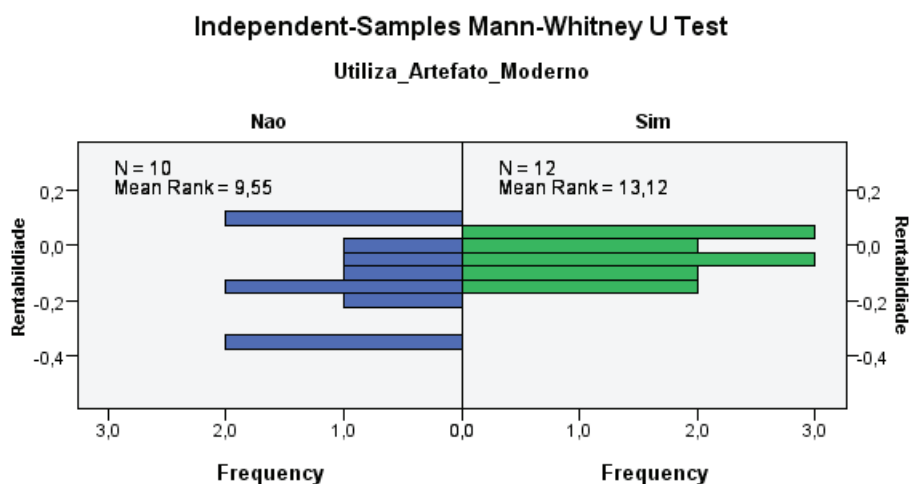


Figura 2. Teste de Rentabilidade, de Mann-Whitney, para amostras independentes

4.2.3 Indicador de desempenho global de continuidade (DGC)

Ao se aplicar o teste estatístico às variáveis artefatos modernos e DGC, evidenciou-se um valor-p superior ao nível de significância ($0,8212 > 0,05$ com $U=63,5$), deduzindo-se, desta forma, não haver diferenças relevantes entre os valores do indicador DGC e as empresas que utilizam ou não artefatos modernos (Figura 3).

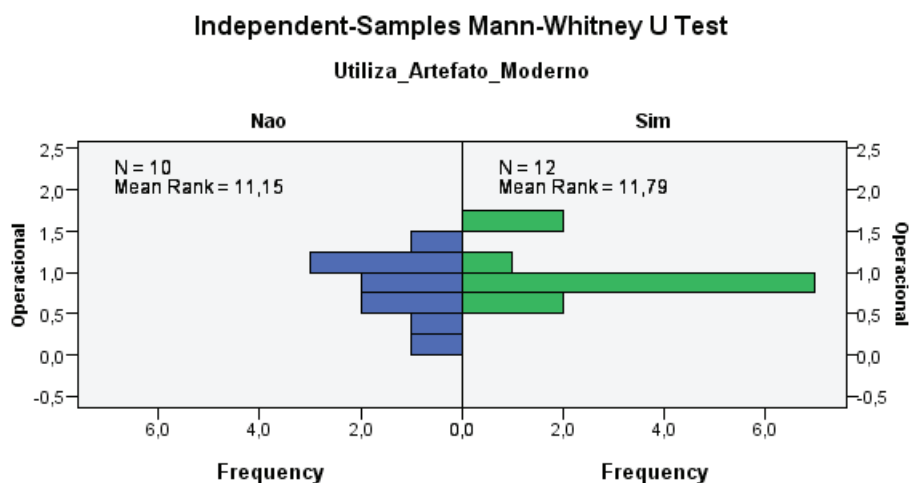


Figura 3. Teste de Operacionalidade, de Mann-Whitney, para amostras independentes (DGC)

Os resultados desse item demonstram que a utilização de artefatos modernos não implica melhor desempenho econômico-financeiro, convergindo com os resultados encontrados por Reis e Teixeira (2013), segundo os quais não há relação entre a utilização de artefatos modernos e o desempenho financeiro diferenciado, ou seja, o grupo classificado como tradicional apresentou as mesmas médias de desempenho do grupo classificado como moderno. Por outro lado, tal resultado, os resultados aqui apresentados divergem daqueles encontrados na pesquisa de Soutes e Guerreiro (2007) em que as empresas brasileiras constantes na amostra estudada utilizavam artefatos classificados como modernos e apresentaram desempenho financeiro diferenciado.

Nesse sentido, com base na descrição dos indicadores de desempenho descritos na Metodologia, pode-se argumentar que a necessidade de enquadramento em limites regulatórios referentes ao desempenho pode ser um fator limitante à adoção ou incorporação dos artefatos. As atividades de controle no dia a dia, nesse sentido, podem tornar a busca pelo aperfeiçoamento gerencial via artefatos modernos um aspecto não prioritário, sendo a própria medida regulatória o “norteador” dos esforços gerenciais, ou ainda a busca pelo equilíbrio entre os diferentes indicadores, o principal objetivo a ser atingido. Assim, supõe-se que ferramentas mais personalizadas sejam utilizadas.

4.3 Utilização de artefatos modernos e qualidade percebida

Para se averiguar a hipótese de que a utilização de artefatos modernos da contabilidade implicaria em uma melhor percepção do consumidor quanto à qualidade dos serviços prestados pelas concessionárias (H3), adotou-se o teste de Mann-Whitney. O resultado do teste estatístico evidenciado na Figura 4 comprova que não há diferenças significativas entre os valores dos índices de satisfação dos consumidores e a utilização de artefatos modernos, visto que o valor-p foi superior ao nível de significância ($0,0692 > 0,05$ com $U=32$).

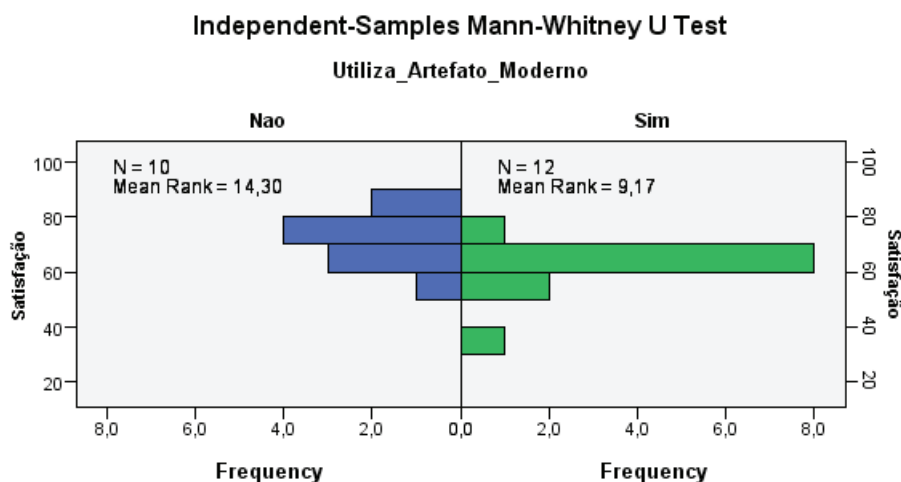


Figura 4. Teste de Mann-Whitney para amostras independentes (satisfação do consumidor)

Tendo em vista tais considerações e os resultados obtidos, pode-se argumentar que, apesar de o uso de artefatos modernos implicarem melhor embasamento para decisões relativas à redução de custos operacionais e geração de valor para o cliente final por meio das operações, o seu uso no âmbito das empresas pesquisadas não se mostra preponderante no sentido de se fazer cumprir os padrões regulatórios de qualidade.

Por outro lado, cabe discutir alguns dos indicadores: em grande parte do País, não há como o consumidor trocar de fornecedor, o que acaba por distorcer a variável fidelidade (intenção de troca). Além disso, satisfação global preconiza conhecimento ou discernimento por parte do consumidor acerca do potencial de evolução das operações e serviços da empresa, o que pode levar também a distorções nas avaliações. Assim sendo, indicadores de qualidade podem estar dissociados daquilo que os artefatos modernos podem prover em termos de subsídio para estratégias de geração de valor para os consumidores.

Daí, especula-se que o foco da gestão das empresas, como um todo, esteja mais voltado ao atendimento às regulações do setor, as quais, não necessariamente, refletem as condições ou atributos de valor para usuários de energia, o que caracteriza o Governo e as agências reguladoras como *stakeholders* prioritários.

4.4 Análises complementares

Como complemento à análise das variáveis, adotou-se o teste de correlação de Kendall (τ). O *Tau* de Kendall é um coeficiente de correlação não-paramétrico, similar ao coeficiente de correlação de Spearman, porém, empregado quando se tem um conjunto pequeno de dados e um número elevado de postos empatados (Field, 2009). Mede-se com este coeficiente a associação entre duas variáveis no nível ordinal e o seu valor varia entre +1 e -1, podendo-se determinar a direção, seja ela positiva ou negativa, bem como a intensidade dessa relação (Malhotra, 2012). Assim, tem-se $H_0: \tau = 0$, quando não existe correlação entre as duas variáveis e $H_1: \tau \neq 0$, quando há correlação entre as duas variáveis. Se o valor-p estiver abaixo de um dado nível de significância (*valor-p* < 0,05), rejeita-se a hipótese nula, para aquele nível de significância. Na Tabela 6, verifica-se a hipótese aceita, a intensidade da associação e a direção do relacionamento.

Tabela 6

Teste de correlação de Kendall

Variável	Variável	Kendall τ	Valor-p	Hipótese
Eficiência	Nota Artefato Moderno	0,0485	0,7556	H0
Eficiência	Nota Tradicional	0,0493	0,7545	H0
Rentabilidade	Nota Artefato Moderno	0,0749	0,6305	H0
Rentabilidade	Nota Tradicional	0,0493	0,7546	H0
Rentabilidade	Eficiência	-0,6711	<,0001*	H1
DGC	Nota Artefato Moderno	0,1363	0,3806	H0
DGC	Nota Tradicional	0,1522	0,3342	H0
DGC	Eficiência	0,3764	0,0151*	H1
DGC	Rentabilidade	-0,2101	0,1750	H0
Satisfação	Nota Artefato Moderno	-0,2276	0,1417	H0
Satisfação	Nota Tradicional	-0,2585	0,0997	H0
Satisfação	Eficiência	-0,3486	0,0239*	H1
Satisfação	Rentabilidade	0,1482	0,3371	H0
Satisfação	DGC	-0,2130	0,1667	H0
Qtde. Artefatos Modernos	Eficiência	0,0774	0,7322	H0
Qtde. Artefatos Modernos	Rentabilidade	0,1505	0,5037	H0
Qtde. Artefatos Modernos	DGC	0,3568	0,1031	H0

Nota: (*) Teste significativo ao nível de 5%.

De acordo com os resultados evidenciados, quanto menor o valor do indicador DGC, menor o valor do indicador eficiência ($\tau = 0,3764$, *valor-p* = 0,0151); quanto maior o valor do indicador de rentabilidade, menor o valor do indicador de eficiência ($\tau = -0,6711$, *valor-p* < 0,001) e, quanto menor o valor do indicador eficiência, maior o indicador de satisfação ($\tau = -0,3486$, *valor-p* = 0,0239). Não há correlação entre o número de artefatos modernos utilizados e o desempenho econômico-financeiro das concessionárias (*valor-p* > 0,05). Conclui-se que os indicadores DGC e rentabilidade estão correlacionados, predominantemente, com o indicador de eficiência, sabendo-se que o indicador de eficiência é a única variável correlacionada com satisfação dos clientes. Os dados sugerem que a eficiência das empresas pode ser impactada em virtude de um satisfatório desempenho financeiro que, por sua vez, pode garantir maior satisfação do consumidor por meio do direcionamento dos recursos a ações de qualidade.

De acordo com a Aneel (2016a), não raramente, as dificuldades relacionadas às finanças das distribuidoras decorrem principalmente da baixa eficiência na gestão dos custos operacionais, mais do que do volume de dívida das empresas.

5. Conclusão

Esta pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre a utilização dos artefatos modernos da contabilidade e o porte, o desempenho econômico-financeiro e a qualidade dos serviços prestados por uma amostra de empresas brasileiras concessionárias de distribuição de energia elétrica.

Para caracterizar os artefatos da contabilidade utilizados pelas empresas, a análise dos dados foi segregada por estágios, considerando-se uma maior frequência em torno dos artefatos tradicionais. O planejamento estratégico está presente em 19 das 22 empresas; o orçamento, em 20 delas; o *benchmarking*, em 18 e, o *Balanced Scorecard*, em 19 empresas, sendo estes os artefatos mais utilizados. Em contrapartida, o Kaizen, que abrange duas das empresas; o Gecon, duas e, o *Just in Time*, três delas, são os menos utilizados. De maneira geral, pode-se concluir que poucas empresas concessionárias apresentam o foco de sua contabilidade gerencial na geração de valor por meio do uso efetivo dos recursos a partir de direcionadores como valor para o consumidor, valor para o acionista e inovação organizacional (*International Federation of Management Accountants*, 1998; Soutes & Guerreiro, 2007) e que mesmo em setores em que vigoram complexas condições regulatórias, a utilização de artefatos modernos que estejam alinhados a essas exigências não se mostra preponderante, conforme idealizado *a priori*.

Para se verificar a relação entre o porte das referidas empresas e a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial, testou-se a hipótese H1 por meio do teste de Qui-Quadrado, comprovando-se a existência de uma associação entre o porte das concessionárias e a utilização de artefatos modernos. Pode-se especular que, em setores marcados por intensa regulação, em especial no caso do setor elétrico, o crescimento organizacional, principalmente via fusões e aquisições, pode estar intimamente relacionado à utilização de recursos com foco na geração de valor, tanto para o consumidor quanto para acionistas. Dessa maneira, o emprego dos artefatos modernos se faz essencial.

Quanto à existência de uma associação entre a utilização de artefatos modernos da contabilidade gerencial e o desempenho econômico-financeiro, hipótese H2, verificou-se, por meio do teste U de Mann-Whitney, a sua rejeição, isto é, não se pode afirmar que o uso de artefatos modernos da contabilidade gerencial tenha relação com o desempenho econômico-financeiro. A partir de uma comparação com estudos prévios, tal constatação obteve resultado convergente com a pesquisa realizada por Reis e Teixeira (2013), porém, divergente daquele apresentado por Soutes e Guerreiro (2007). Cabe ressaltar que esses autores se utilizam de uma amostra plural, com empresas de diferentes setores, diferentemente deste estudo que se utiliza de uma amostra de empresas com perfil específico. Dessa maneira, visando trazer maior visibilidade à relação entre o uso de artefatos e desempenho, sugerem-se maiores investigações acerca de influências institucionais aos direcionadores de custos operacionais dessas empresas, partindo-se da premissa de que onerações a partir dos marcos regulatórios não necessariamente requerem a sofisticação da função das práticas da contabilidade gerencial como apoio à tomada de decisão gerencial. Por outro lado, se o uso de artefatos modernos nesse contexto regulatório se faz imprescindível, pode-se argumentar que a adoção e a institucionalização dessas práticas nas empresas analisadas merecem um olhar mais detalhado. Nessa esfera de análise, as demandas relacionadas à especialização jurídica podem suplantam a necessidade de práticas da contabilidade gerencial mais alinhadas à geração de valor por parte da gestão.

Para se avaliar a relação entre a utilização de artefatos e o nível de qualidade dos serviços prestados pelas referidas empresas, aplicou-se a hipótese H3, segundo a qual o emprego de artefatos modernos corrobora para uma melhor percepção do consumidor quanto aos serviços prestados pelas concessionárias. O resultado decorrente do teste U de Mann-Whitney rejeitou tal hipótese, o que leva à conclusão de que não existem diferenças relevantes entre os valores do índice de satisfação e o uso de artefatos modernos. A ausência de uma relação entre o uso de artefatos modernos e a qualidade percebida pelos consumidores das empresas da amostra levam a crer que os indicadores de qualidade ou independem do uso de práticas da contabilidade gerencial mais voltadas à geração de valor, tendo-se ações de baixo custo como transparência como fator expressivo da qualidade percebida.

De acordo com a Tabela 5, adotando-se o teste de correlação de Kendall, pode-se concluir que não existe correlação entre a quantidade de artefatos com o desempenho econômico-financeiro das concessionárias. Porém, os indicadores DGC e Rentabilidade estão correlacionados, significativamente, com o indicador de Eficiência, o qual, por sua vez, está correlacionado, excepcionalmente, com a satisfação dos clientes. Assim, sugere-se posterior verificação causal entre eficiência das empresas e seu consequente desempenho financeiro, e a garantia de uma melhor percepção de qualidade de serviços por parte do consumidor.

Diante dessas considerações, ressalta-se que a principal contribuição deste trabalho é o fato de que os artefatos modernos ainda não são percebidos pela maioria das empresas investigadas como relevantes à geração de valor ao consumidor ou ao acionista, ou como útil subsídio gerencial às limitações regulatórias inerentes a um monopólio natural.

Apesar dos achados, algumas limitações relativas à pesquisa devem ser consideradas: o fato de se ter trabalhado com uma amostra não probabilística, o que significa que os resultados são válidos apenas para a amostra estudada e as inferências inerentes se restringem ao grupo em questão. A análise quantitativa envolveu apenas artefatos modernos. Dessa forma, recomenda-se cautela, no tocante à extrapolação dos achados da pesquisa e, também, quanto às comparações com outros estudos relativos ao uso de artefatos de contabilidade gerencial.

Referências

- Agência Nacional de Energia Elétrica(2016). *Instituição de Indicadores Públicos de Sustentabilidade Econômico-Financeira*. Nota Técnica Nº 111/2016 - SRD/ANEEL., Brasília (DF). pp. 1-46
Recuperado de https://www2.aneel.gov.br/aplicacoes/consulta_publica/documentos/Nota_Tecnica_2016_111.pdf
- Agência Nacional de Energia Elétrica.(2013). *Indicador de Desempenho Global de Continuidade de 2012 e Variação Anual dos Indicadores DEC e FEC de 2012*. Recuperado de http://www2.aneel.gov.br/arquivos/PDF/Nota_Tecnica_0038_Ranking.pdf
- Agência Nacional de Energia Elétrica. (2016). *ANEEL Divulga Ranking de Qualidade das Distribuidoras de Energia*. Recuperado de http://www.aneel.gov.br/sala-de-imprensa-exibicao-2/-/asset_publisher/zWQREz8EV1Z6/content/aneel-divulga-rankin-de-qualidade-das-distribuidoras-de-energia/656877
- Agência Nacional de Energia Elétrica. (2017). *Índice ANEEL de Satisfação do Consumidor (IASC)*. Recuperado de <http://www.aneel.gov.br/indice-aneel-satisfacao-consumidor>
- Agência Nacional de Energia Elétrica. (s.d.). *Central de Informações Econômico-Financeiras*. Recuperado de <http://www.aneel.gov.br/central-de-informacoes-economico-financeiras>
- Associação Brasileira de Distribuidores de Energia Elétrica. (s.d.). *A Distribuição de Energia*. Recuperado de <http://www.abradee.com.br/setor-de-distribuicao/a-distribuicao-de-energia>
- Atkinson, A. A., Kaplan, R. S., Matsumura, E. M., & Young, S. M. (2015). *Contabilidade gerencial: Informação para Tomada de Decisão e Execução da Estratégia*. 4ª ed. São Paulo: Atlas.
- Augusto, M. G., Lisboa, J. V., & Yasin, M. M. (2014). Organizational Performance and Innovation in the Context of a Total Quality Management Philosophy: An Empirical Investigation. *Total Quality Management & Business Excellence*, 25, pp.1141-1155. doi:10.1080/14783363.2014.886372
- Bjoornenak, T., & Olson, O. (1999). Unbundling Management Accounting Innovations. *Management Accounting Research*, 10(4), pp, 325-338. doi:10.1006/mare.1999.0110
- Bruni, A. L. (2012). *SPSS: Guia Prático para Pesquisadores*. São Paulo: Atlas.
- Cochran, W. G. (2007). *Sampling Techniques*. New York: Wiley.
- Crepaldi, S. A., & Crepaldi, G. S. (2014). *Contabilidade gerencial: Teoria e Prática*. São Paulo: Atlas.
- Curwin, J., & Slater, R. (2008). *Quantitative Methods for Business Decisions*. London: Thomson.
- Espejo, M. M., Portulhak, H., & Martins, D. B. (2015). Práticas de Controle Gerencial em Hospitais Universitários Federais. *Gestão e Regionalidade*, 31(92), pp.39-52. doi:10.13037/gr.vol31n92.2421
- Field, A. (2009). *Descobrimos a Estatística Usando o SPSS*. 2ª ed. Porto Alegre: Artmed.
- Figueiredo, L. V. (2016). *Lições de Direito Econômico*. 9ª ed. Rio de Janeiro: Forense.
- Fonseca, J., & Martins, G. A. (2012). *Curso de Estatística*. São Paulo: Atlas.
- Freund, J. E. (2006). *Estatística Aplicada: Economia, administração e contabilidade*. 11ª ed. Porto Alegre: Bookman.
- Gonzaga, R. P., Luz, A. T., Guimarães, T. N., & Valerio Junior, V. B. (2010). Associação entre Práticas de Contabilidade gerencial e Tamanho das Empresas: Um Estudo Empírico. *IV Congresso ANPCONT*, pp. 1-16. Recuperado de http://www.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/Rosimeire%20Pimentel.pdf

- Grande, J. F., & Beuren, I. M. (2011). Mudanças nas Práticas de Contabilidade gerencial de Empresas. julho/setembro 2011 *Revista de Administração FACES Journal*, 11(3), pp. 84-104. Recuperado de <http://www.fumec.br/revistas/facesp/article/view/636>
- Guerreiro, R., & Soutes, D. O. (2013). Time-Based Management Practices: A Study of Brazilian Companies. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(63), pp. 181-194. doi:10.1590/S1519-70772013000300002
- Guerreiro, R., Cornachione Júnior, E. B., & Soutes, D. O. (2011). Do Companies who Stand out for Information Quality for External Users also Stand out for the Use of Modern Management Accounting Artifacts? *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), pp. 88-113. doi:10.1590/S1519-70772011000100006
- 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.
- International Federation of Accountants,. International Management Accounting Practice Statement (1998), Management Accounting Concepts. Financial and Management Accounting Committee, New York.
- Ittner, C. D., & Larcker, D. F. (1995). Total Quality Management and The Choice of Information and Reward Systems. *Journal of Accounting Research*, (33), pp1-34. doi:10.2307/2491371
- Jansen, E. P. (2018). Bridging the Gap between Theory and Practice in Management Accounting: Reviewing the Literature to Shape Interventions. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 31(5), pp. 1486-1509. doi:10.1108/AAAJ-10-2015-2261
- Junqueira, E., Dutra, E. V., Zanquetto Filho, H., & Gonzaga, R. P. (2016). The Effect of Strategic Choices and Management Control Systems on Organizational Performance. *Revista Contabilidade & Finanças*, 27(72), pp. 334-348. doi:10.1590/1808-057x201601890
- Klein, L., & Almeida, L. B. (2017). A Influência dos Fatores Contingenciais na Adoção de Práticas de Contabilidade gerencial nas Indústrias Paranaenses. *Revista Universo Contábil*, 13(3), pp. 90-119. Recuperado de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/5424/pdf> doi:10.4270/ruc.2017320
- Leite, E. G., Diehl, C. A., & Manweiler, R. H. (2015). Práticas de Controladoria, Desempenho e Fatores Contingenciais: Um Estudo em Empresas Atuantes no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 11(2), pp. 85-107. Recuperado de <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/4373/3029> doi:10.4270/ruc.2015213
- Lunkes, R. J., Costa, C. H., Bortoluzzi, D. A., & Rosa, F. S. (2018). Study on the Adoption of Management Accounting Practices in Hotel Companies in Florianópolis, SC, Brazil. *Revista Turismo em Análise*, 29(2), pp. 216-235. doi:10.11606/issn.1984-4868.v29i2p216-235
- Malhotra, N. (2012). *Pesquisa de Marketing: Uma Orientação Aplicada*. Porto Alegre: Bookman.
- Michel, M. H. (2009). *Metodologia e Pesquisa Científica em Ciências Sociais*. São Paulo: Atlas.
- Morais, O. d., Coelho, A. C., & Holanda, A. P. (2014). Artefatos de Contabilidade gerencial e Maximização do Valor em Firms Brasileiras. *Contabilidade e Controladoria*, 6(2), pp. 128-146. Recuperado de <https://revistas.ufpr.br/rcc/article/view/35409/23562> doi:10.5380/rcc.v6i2.35409
- Morettin, P. A. (2009). *Estatística Básica 6ª ed.*. São Paulo: Saraiva.
- Oliveira, M. C., C, O. B., Daher, W. M., & Ribeiro, M. S. (2006). Análise Segundo o Modelo de Hopkins das Ações de Responsabilidade Social Empresarial Evidenciadas nas Demonstrações Contábeis e Balanços Sociais: O Caso das Distribuidoras de Energia do Grupo Brasileiro Neoenergia. *Brazilian Business Review*, 3(1), pp. 32-45. Doi: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2006.3.1.3>

- Padoveze, C. L. (2010). *Contabilidade gerencial: Um Enfoque em Sistema de Informação Contábil*. São Paulo: Atlas.
- Paulo, A. S., & Cintra, Y. C. (2018). O Uso de Artefatos de Contabilidade gerencial no Ciclo de Vida de Empresas do Setor Têxtil: O Caso ACR Fashion. *Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ*, 23(1), pp. 1-19. Recuperado de <https://www.e-publicacoes.uerj.br/index.php/rmcucerj/article/view/39297> DOI: <https://doi.org/10.12979/rcm>
- Pessanha, J. F., Souza, R. C., & Laurencel, L. C. (2007). Um Modelo de Análise Envolvória de Dados para o Estabelecimento de Metas de Continuidade do Fornecimento de Energia Elétrica. *Pesquisa Operacional*, 27(1), pp. 51-83. Recuperado de http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-74382007000100004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt doi:10.1590/S0101-74382007000100004
- Reis, A. M., & Teixeira, A. J. (2013). Use of Management Accounting Artifacts in Agricultural Cooperatives from Minas Gerais and its Relation with Size and Financial Performance. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 7(4), pp. 342-358. Recuperado de <http://www.repec.org.br/download>
- Reis, R. M., Teixeira, A. C., & Pires, M. A. (2007). Os Benefícios da Privatização: Evidência no Setor Elétrico Brasileiro. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1, pp. 56-70. Recuperado de <http://www.revistas.usp.br/rco/article/view/34697> doi:10.11606/rco.v1i1.34697
- Rufino, R. FGV Energia (2015). *Energia em Foco: Estratégias e Desafios para o Futuro. Cenário e Perspectivas para o Setor Elétrico Brasileiro*. Recuperado de https://fgvenergia.fgv.br/sites/fgvenergia.fgv.br/files/apresentacao_cenario_perspectivas_do_setor_ee_dr_romeu_27_08_15.pdf
- Russo, P. T., Parisi, C., & Pereira, C. A. (2016). Evidências das Forças Causais Críticas dos Processos de Institucionalização e Desinstitucionalização em Artefatos da Contabilidade. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 13(30), pp. 3-33. doi:10.5007/2175-8069.2016v13n30p3
- Sedevich-Fons, L. (2018). Linking Strategic Management Accounting and Quality Management Systems. *Business Process Management Journal*, 24(6), pp. 1302-1320. doi:10.1108/BPMJ-02-2018-0038
- Silvestre, B. H., Matos, S., & Figueira, L. A. (2010). Privatização: Bom ou Ruim? Lições do Setor de Distribuição de Energia Elétrica do Nordeste Brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 50(1), pp. 94-111. doi:10.1590/S0034-75902010000100008
- Soutes, D. O. (2006). *Uma Investigação do Uso de Artefatos da Contabilidade gerencial por Empresas Brasileiras*. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, Departamento de Contabilidade e Atuária, São Paulo (SP). DOI:10.11606/D.12.2006.tde-12122006-102212
- Soutes, D. O., & Guerreiro, R. (2007, setembro). Uma Investigação do Uso de Artefatos da Contabilidade gerencial por Empresas Brasileiras. *Anais do XXI Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ. Recuperado de <http://www.anpad.org.br/admin/pdf/CON-B1934.pdf>
- Sulaiman, M., Ahmad, N. N., & Alwi, N. (2004). Management Accounting Practices in Selected Asian Countries: A Review of the Literature. *Managerial Auditing Journal*, 4(19), pp. 493-508. doi:10.1108/02686900410530501
- Teixeira, A. J., Gonzaga, R. P., Santos, A. V., & Nossa, V. A. (2011). A Utilização de Ferramentas de Contabilidade gerencial nas Empresas do Estado do Espírito Santo. *Brazilian Business Review*, 8(3), pp. 108-127. Recuperado de http://legado.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/BBR%20-%20ARIDELMO.pdf http://legado.fucape.br/_public/producao_cientifica/2/BBR%20-%20ARIDELMO.pdf

A relevância do valor justo dos derivativos nas instituições financeiras após a adoção do IFRS

Mara Jane Contrera Malacrida

<https://orcid.org/0000-0002-1157-6799> | E-mail: maracont@usp.br

Nadia Alves de Sousa

| E-mail: nadiasousa@uol.com.br

Alan Diógenes Góis (in memoriam)

Resumo

Objetivo: Este estudo analisa se a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras e mundiais no período entre 2005 e 2015.

Método: A pesquisa é empírico-analítica e, para a análise dos modelos propostos, foi utilizada a técnica de dados em painel e realizados testes de adequação para melhor estimação. Foram selecionadas as 20 instituições financeiras brasileiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA. Já em relação aos outros países, foram analisadas as instituições presentes na base de dados *Bloomberg*, totalizando 140 jurisdições e 1.853 instituições financeiras.

Resultados: Os resultados evidenciaram que não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras. Para a amostra mundial, foi encontrada relação relevante, ao nível de 10%, sendo possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras mundiais.

Contribuições: Este estudo contribui para entendimento do papel dos derivativos e da adoção das IFRS no valor de mercado de instituições financeiras brasileiras e mundiais, o que se faz relevante dada sua importância e riscos associados.

Palavras-Chave: derivativos, contabilidade internacional, IFRS, informações contábeis.

Editado em Português e Inglês. Versão original em Português.

Recebido em 4/2/2020. Pedido de Revisão em 21/2/2020. Resubmetido em 16/4/2020. Aceito em 8/6/2020 por Dra. Márcia Martins Mendes De Luca (Editor associado) e por Dr. Gerlando Augusto Sampaio Franco de Lima (Editor). Publicado em 28/6/2020. Organização responsável pelo periódico: Abracicon.

1. Introdução

No ano de 2008, o Brasil e o mundo foram palcos de alguns dos casos mais graves de uso inadequado dos instrumentos financeiros derivativos. Entre as empresas que mais sofreram com as consequências desse uso no Brasil destacam-se a Sadia e a Aracruz Celulose, importantes companhias no mercado de capitais brasileiro. Segundo Fato Relevante divulgado pela Sadia S.A., em 25 de setembro de 2008, a companhia estimava perder em torno de 760 milhões de reais devido à liquidação de posições de derivativos cambiais. Da mesma forma, a Aracruz Celulose S.A. divulgou em 3 de novembro de 2008 que sua estimativa de perdas até aquele momento era de 2,13 bilhões de dólares com a liquidação do mesmo tipo de operações. As perdas foram tão graves que as companhias foram incorporadas mais tarde e hoje não são mais negociadas em bolsa de valores em sua forma original.

Segundo o *Bank for International Settlements* (BIS), (2009), a acentuada desvalorização cambial observada na América Latina, após meados de setembro de 2008, resultou em grandes perdas para algumas das maiores companhias do Brasil e do México. No México, as perdas com derivativos alcançaram 4 bilhões de dólares no quarto trimestre de 2008, enquanto no Brasil, em que os valores oficiais ainda não foram liberados, as perdas esperadas são de pelo menos 25 bilhões de dólares.

Além das grandes perdas ocorridas no mercado latino-americano de derivativos durante a crise de 2008, outras “catástrofes” financeiras já vinham ocorrendo devido ao uso inadequado¹ desses instrumentos desde a década de 1980. Segundo Hull (2016), em 1995, as operações de Nick Leeson derrubaram um banco britânico de 200 anos, o Barings; em 1994, as operações de Robert Citron levaram Orange County, uma municipalidade da Califórnia, a perder cerca de 2 bilhões de dólares. As perdas de 700 milhões de dólares de John Rusnak para o Allied Irish Bank se tornaram em 2002. Em 2006, o *hedge fund* Amaranth perdeu 6 bilhões de dólares devido aos riscos das operações realizadas por Brian Hunter. Em 2008, Jérôme Kerviel perdeu mais de 7 bilhões de dólares negociando futuros de índice de bolsas de valores para a Société Générale. As perdas enormes da UBS, Shell e Sumitomo também resultaram das atividades de um único indivíduo.

Lima e Lopes (2001) destacam que o aumento das operações utilizando esses instrumentos financeiros, associado a crises de instituições de renome internacional, colocaram esses produtos sob os holofotes das instituições financeiras e dos reguladores de todo o planeta. Porém, todas essas perdas não podem ser consideradas uma regra contra todo o sistema de derivativos. Esse é um mercado que negocia valores que superam os trilhões de dólares e atende muito bem às necessidades de quem os utiliza de forma adequada. Os relatos de operações desastrosas constituem uma pequena parcela das operações com esses instrumentos, mesmo assim eles necessitam ser tratados com atenção especial (Hull, 2016).

Allayannis e Weston (2001) encontraram evidências significativas de que o uso de contratos derivativos com a finalidade de *hedge*, e, não, especulação, pode motivar um incremento no valor da empresa, já que essa estratégia é utilizada para mitigar riscos inerentes ao negócio e, assim, minimizar a volatilidade do resultado da companhia.

1 “... os derivativos podem ser usados para *hedge* ou para especulação. Em outras palavras, eles podem ser usados para reduzir os riscos ou para corrê-los. A maioria das perdas ocorreu porque os derivativos foram utilizados de maneira imprópria.” (Hull, 2016, p. 884)

Por isso, sob a ótica de *value relevance*, as movimentações no valor justo dos derivativos, bem como sua finalidade, que está diretamente associada ao risco das operações, podem constituir valor relevante, ou seja, suas flutuações podem apresentar impacto no valor de mercado das companhias. Para Scott (2012), existem algumas razões que podem justificar a mudança de comportamento do investidor que advém de reações aos dados contábeis que as companhias divulgam. Entre essas razões, está o fato de que os agentes do mercado possuem expectativas com relação ao desempenho futuro da companhia e os dados contábeis constituem fonte de informação para estimação desse desempenho. Além disso, a divulgação de informações contábeis pode afetar as expectativas desses agentes se diferirem de suas projeções. Investidores também revisam suas expectativas e avaliam riscos além de projeções de resultados. Lopes e Walker (2012) encontraram esta relação para valores contábeis em empresas brasileiras. A mudança no valor de ativos fixos causou impacto não apenas no preço das ações das empresas investigadas, como também em seus retornos no período pré-adoção do IFRS no Brasil.

Além disso, a adoção das IFRS pelas instituições financeiras ao redor do mundo pode ter proporcionado informações de melhor qualidade a respeito dos derivativos e, assim, pode auxiliar a tomada de decisão dos usuários dessa informação e a melhor percepção de risco dessas instituições. Van Tendeloo e Vanstraelen (2005) enumeram os benefícios da adoção das IFRS como a possibilidade de os investidores tomarem decisões financeiras mais bem informadas, o que acaba por resultar na redução do risco das companhias e na queda do custo de capital.

Contudo, é possível notar o quão catastrófico pode ser o uso de instrumentos derivativos sem o devido planejamento, conhecimento e mecanismos de governança. O resultado poderia ser ainda mais relevante se empresas que possuem em seus demonstrativos financeiros parcela significativa de instrumentos financeiros fizessem mau uso deles, o que poderia acontecer com os bancos. A má gestão desses instrumentos em cenário macroeconômico de grande volatilidade pode gerar perdas tão grandes capazes de colocar em xeque o sistema financeiro mundial. Entretanto, espera-se que instituições com maior experiência em operações com instrumentos financeiros derivativos (cerca de 75% de todas as operações com derivativos no mundo em 2015 foram realizadas por instituições financeiras, segundo dados do BIS, 2016) possuam maior e melhor estrutura para gerir esse tipo de operações e não estejam tão expostas a riscos de perdas significativas.

Assim sendo, a principal motivação do trabalho é a importância dos resultados de derivativos para as instituições financeiras e o quão sensível podem ser esses resultados às flutuações de mercado.

A partir do contexto explicitado anteriormente, esse estudo tem como objetivo analisar se a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras e mundiais.

Nesse sentido, a hipótese de pesquisa é que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto significativo (relevante) no valor de mercado das instituições financeiras.

Este estudo busca contribuir para o entendimento do papel dos derivativos, bem como da adoção das IFRS, no valor de mercado de instituições financeiras brasileiras e mundiais, o que se faz relevante dada a sua importância e riscos associados. Além disso, a análise específica dos bancos brasileiros permite explorar um setor usualmente excluído das pesquisas, por apresentar características muito peculiares, possibilitando identificar a relevância tanto do valor justo dos derivativos quanto da adoção das IFRS para estas instituições.

Os resultados evidenciaram que, para a amostra brasileira, a hipótese de pesquisa foi fracamente aceita, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa, mas com coeficiente imaterial. Assim, não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras. Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que a norma brasileira para instituições financeiras já considerava aspectos de valor justo e ampla evidência de instrumentos financeiros derivativos e *hedge* muito antes da convergência. Já, para a amostra mundial, os resultados evidenciaram, ao nível de significância de 10%, que a hipótese de pesquisa foi aceita, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa com coeficiente e sinal esperados, ou seja, é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, impactou negativamente o valor de mercado das instituições financeiras mundiais. Esse resultado pode estar relacionado ao aumento da volatilidade do resultado das companhias após a adoção das IFRS, decorrente da variação do valor justo dos derivativos.

2. Plataforma Teórica

2.1 Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS

A adoção das IFRS é uma das formas de quebrar a assimetria informacional e melhorar a informação contábil, pois, por meio desse GAAP, as informações tornam-se mais detalhadas e de melhor qualidade e, assim, favorecem a tomada de decisão dos agentes econômicos.

Nesse sentido, Barth, Landsman e Lang (2008) concluíram em sua pesquisa que as empresas que adotaram as IFRS melhoraram a qualidade de sua informação contábil e proporcionam mais relevância aos seus resultados. Assim, os autores atribuíram esses fatos à melhor qualidade dos relatórios financeiros proporcionada pela adoção das IFRS. Já para Byard, Li e Yu (2011), a adoção das IFRS melhorou o ambiente para os analistas de mercado, já que a informação de melhor qualidade pode proporcionar recomendações mais acuradas por parte desses profissionais.

Para Daske, Hail, Leuz e Verdi (2008), os efeitos da adoção são mais fortes em países em que as diferenças entre o GAAP local e o IFRS é maior. Além disso, nota-se a carência de pesquisas que considerem empresas da América Latina, o que representa uma das contribuições deste estudo.

No Brasil, a convergência às Normas Internacionais de Contabilidade se deu pela publicação da Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Além disso, a convergência no Brasil não aconteceu de forma tão harmônica para as instituições financeiras como nos países europeus, apesar de o Banco Central do Brasil ter sido uma das primeiras instituições brasileiras a sinalizar o interesse pela conversão. A característica normativa brasileira (*civil law*) tornou o processo longo e burocrático para as empresas não financeiras e para as financeiras houve uma agravante: o Banco Central não permitiu a completa adoção das IFRS e as entidades sob a fiscalização desse órgão ainda não convergiram totalmente, apesar de, também, serem obrigadas a divulgar em IFRS. Algumas normas ainda não foram adotadas pelo Bacen e, com isso, as instituições financeiras utilizam um GAAP próprio, que combina princípios das IFRS e instruções específicas emitidas pelo regulador (Cosif).

De acordo com Lima (2016), o ambiente institucional brasileiro impõe desafios à existência de benefícios econômicos associados à adoção do IFRS: (i) tradição jurídica baseada no *code-law*, caracterizada pela participação ativa do Estado no processo de normatização contábil, o que contribui para um ambiente de menor transparência; (ii) baixo *enforcement legal*; (iii) empresas utilizando-se de fontes particulares e subsidiadas de financiamento ao contrário de mercados de emissões públicas; (iv) normas contábeis historicamente vinculadas à apuração fiscal (até o início do período de transição para o IFRS); (v) baixa proteção ao credor (Araújo & Funchal, 2009); e (vi) ineficiência do sistema judiciário (Anderson, 1999).

2.2 Instrumentos Financeiros Derivativos

A origem dos derivativos é incerta, porém acredita-se que eles tenham surgido ainda na antiguidade pela necessidade de dar agilidade e segurança à negociação de mercadorias. Esses instrumentos foram criados como acordos de transferência de risco sem a transferência do ativo principal (Carvalho, 1999).

Em sua forma moderna, os derivativos são os instrumentos financeiros criados para mitigar riscos e representaram uma importante evolução no mercado de capitais. Porém sua utilização está muito além da contenção de riscos pelos agentes do mercado, podendo ser usados também para tomar riscos, o que foge da sua proposta original.

Para Souza (2014), os derivativos são as ferramentas mais utilizadas pelas companhias para a administração de seus riscos financeiros. Porém, apresentam um papel muito além de mitigadores de risco, podendo ser a própria fonte do risco.

As instituições financeiras, em especial as bancárias, estão expostas a diversos riscos financeiros devido à natureza de suas operações. Para realizar o gerenciamento desses riscos, os bancos utilizam-se de instrumentos financeiros derivativos, que são considerados as ferramentas mais eficientes para esse fim. Além de utilizarem os derivativos para reduzir a exposição a riscos financeiros, as instituições também podem realizar operações de arbitragem e especulação com esses instrumentos (Venkatachalam, 1996).

Para o grande investidor Warren Buffet, os derivativos são uma arma de destruição em massa, porém tem muita utilidade para proteger as companhias de riscos financeiros se utilizados de forma inteligente (comunicação pessoal, 17 de junho de 2015)². A utilização de forma inteligente citada por Buffet poderia ser traduzida como a utilização dos derivativos para estruturas de *hedge*, o que seria feito com o objetivo de reduzir a volatilidade dos resultados da empresa e, não, para alavancagem e exposição a riscos como aconteceria nas estratégias de especulação.

Para Hull (2016), a especulação com derivativos dá vida ao mercado, porém deve ser assumida por empresas constituídas para este fim, nunca por empresas de atividades da economia real.

Sob o ponto de vista das companhias, em especial as instituições financeiras, o registro contábil dos instrumentos financeiros derivativos deve ser realizado sempre pelo seu valor justo. Nesse aspecto, a IAS 39, a IFRS 9 e a Circular Bacen n.º 3.082/2002 (que representou uma mudança significativa à época) não apresentam divergências no tratamento. Todas as normas citadas estabelecem que esses instrumentos devem ser registrados nos balanços das companhias por seu valor justo. Porém, para Souza (2014), o registro pelo valor justo não é suficiente para evidenciar os riscos associados a esses instrumentos.

Os derivativos podem ser ativos ou passivos das instituições dependendo do seu valor justo, e seu resultado pode ser contabilizado em linha específica na Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) ou no Patrimônio Líquido, caso sejam contabilizados como *hedge accounting*, diminuindo a volatilidade do resultado da companhia e eliminando a assimetria contábil do PL³ (Chiqueto, 2014). Porém, nem todo *hedge* pode ser contabilizado como *hedge accounting*. Para ter o tratamento contábil de *hedge accounting*, a operação deve obedecer aos requisitos da norma. Adicionalmente, a entidade pode optar por não designar os derivativos como *hedge accounting*, o que, nesse caso, os riscos estão protegidos, mas a volatilidade permanece no resultado.

Com isso, os derivativos que não são designados para *hedge accounting* são contabilizados da mesma forma que os derivativos com a finalidade de especulação (Chiqueto, 2014).

2 Nota: Em entrevista concedida ao AFRWeekend em 17 junho de 2015, Warren Buffet descreveu os derivativos como “*weapons of mass destruction*” e ainda completou: “*derivatives, lend themselves to huge amounts of speculation*”. . . “*That does not mean they cannot be used intelligently. We use them in our utility operation in terms of hedging input costs, for some short term contracts, converting fixed to floating rates for fixed income investments and foreign exchange, they serve a useful purpose but do have that mass destruction potential*”.

3 Assimetria Contábil: ativo objeto afeta o PL e o Derivativo correspondente afeta o resultado.

O *hedge accounting* é uma prática opcional e tanto o IAS 39 como a norma do Banco Central exigem condições restritivas para sua adoção. Para Chiqueto (2014), as entidades precisam de incentivos para essa escolha contábil. Um desses incentivos pode ser a intenção de eliminar volatilidade do resultado para aumentar o preço das ações da empresa. Outra razão pode ser o favorecimento da expectativa de analistas para evitar reações negativas do preço das ações.

Contudo, é possível perceber o quão sensível o resultado das companhias pode ser às escolhas que envolvem os derivativos, seja a de assumir riscos ou até a opção de se proteger dos riscos e deixar que isso reflita em seu resultado. Por isso, esta pesquisa pretende buscar evidências de que esta importante linha das demonstrações financeiras tem o poder de influenciar o valor de mercado dos bancos no Brasil e no Mundo, ou seja, espera-se que os Derivativos sejam um Valor Relevante.

2.3 Value Relevance e Derivativos

As informações contábeis, quando relevantes, podem alterar as crenças dos agentes econômicos e, assim, influenciar o valor de mercado das companhias, pois essas informações podem dar sinais sobre os benefícios econômicos futuros a que esses agentes podem ter acesso (Almeida, 2010).

Para Ohlson (1995), as informações contábeis são relevantes para a determinação do valor da empresa e alguns eventos de valor relevante podem afetar resultados futuros esperados em oposição ao resultado atual, ou seja, os valores contábeis incorporam alguns eventos de valor relevante somente após um intervalo de tempo.

Somando-se a isso, para Barth, Beaver e Landsman (2001) um valor contábil é considerado relevante se ele tem uma associação de predição com valores de mercado. Além da definição da relevância da informação contábil para o valor de mercado da companhia, Dalmácio, Lima, Martins e Rezende (2011) expõem que o marco inicial das pesquisas do papel da informação contábil nos mercados de capitais se deu com o trabalho de Ball e Brown (1968), em que investigaram a existência da relação entre o lucro contábil e o preço das ações e verificaram que os números contábeis possuíam capacidade informacional para o mercado de capitais. Beaver *et al.* (1979), a partir dos estudos de Ball e Brown (1968), verificaram correlação positiva entre as variações dos resultados contábeis e os preços das ações.

Nesse contexto, as informações contábeis são de extrema importância, dado que a contabilidade é um instrumento de quebra de assimetria de informação entre os agentes de mercado (gestores, investidores, analistas, credores, reguladores, entre outros) (Scott, 2012).

Segundo Lima (2013), a informação contábil é um dos principais mecanismos de quebra de assimetria de informação e contribui no processo decisório dos investidores. Isso se dá quando uma parte possui mais acesso a informações que a outra e isso proporciona um aumento do risco, influenciando a probabilidade de perdas desse investidor.

Para Silva (2013), a adoção das IFRS possibilitou um aumento do conteúdo informacional e esse fato é útil para analistas, acionistas, reguladores e executivos. Em especial os analistas exercem importante função no mercado de capitais, pois fornece informação sobre o desempenho das companhias por eles acompanhadas, o que pode contribuir para redução da assimetria de informação entre os agentes. Com a adoção das IFRS, esses profissionais passaram a ter acesso a informações contábeis mais úteis para suas previsões, pois o nível de divulgação aumentou, ainda segundo Silva (2013). Nesse contexto, os investidores passaram a ter acesso a previsões mais precisas e, portanto, mais úteis no processo de tomada de decisão.

Além do Lucro, dados contábeis, como o resultado com derivativos, podem influenciar o valor de mercado da empresa, já que as operações com esses instrumentos representam um desafio para a própria contabilidade (Lima e Lopes, 2001) e podem afetar o resultado da companhia de forma significativa (Galdi e Pereira, 2007). Koonce, Miller e Winchel (2015) encontraram em sua pesquisa que as escolhas que envolvem derivativos em uma companhia e sua regulação influenciam a reação dos investidores.

A contabilização a valor justo dos instrumentos financeiros derivativos é um fundamento importante das IFRS, porém pode estar relacionada ao aumento da volatilidade do resultado das companhias e isso pode representar um risco aos investidores, o que poderia causar impacto no valor de mercado dessas companhias (Chiqueto, 2014).

Venkatachalam (1996) verificou a utilidade dos instrumentos derivativos na atividade de gestão de riscos dos bancos e encontrou que as mudanças nos valores justos desses instrumentos ajudam a explicar as mudanças no valor de mercado das companhias. Adicionalmente, o autor encontrou que, em média, os bancos utilizam os derivativos para reduzir o risco de itens de seus balanços, porém um número significativo de instituições pode ter usado esses instrumentos para assumir riscos adicionais, em vez de reduzir através de estratégias de *hedge*.

As mudanças no valor de mercado das empresas podem estar associadas a percepção de risco dos agentes de mercado e esse risco pode estar associado à volatilidade dos resultados das companhias. Alguns estudos apontam que a volatilidade do lucro é negativamente associada ao valor de mercado das empresas como o de Allayannis e Weston (2001).

2.4 Aspectos de Basileia III sobre Risco e Derivativos

Um dos maiores eventos financeiros das últimas décadas, a crise financeira mundial (ou crise do *sub-prime*), trouxe à tona uma questão de extrema relevância para o mercado de capitais: a importância das instituições financeiras e a consequente necessidade de boa gestão de seus instrumentos financeiros, em especial os derivativos.

Segundo Hellmann, Murdock e Stiglitz (2000), nas últimas duas décadas, a frequência das crises do sistema bancário vem crescendo, significativamente, e essas crises são importantes não apenas pela devastação que causam em uma instituição em particular, mas em toda a economia. A regulação prudencial (Acordos de Basileia) tem a intenção de proteger o sistema bancário mundial desse tipo de problema.

Moshirian (2011) cita em seu trabalho o papel da crise *sub-prime* como gatilho para as profundas mudanças no setor financeiro no mundo, principalmente no que tange à regulação e monitoramento dos riscos inerentes ao setor.

Em resposta à fragilidade dessas instituições frente à crise, o BIS desenvolveu um novo conjunto de exigências de capital e risco, por meio do Comitê de Basileia, para os bancos em todo o planeta. Essa nova fase das exigências de Basileia ficou conhecida como Acordo de Basileia III.

Esse acordo é um conjunto de novas medidas para fortalecer a regulação, supervisão e gestão de riscos do setor bancário mundial. As novas medidas visam, basicamente: melhorar a capacidade de o setor financeiro absorver choques decorrentes de estresse econômico; melhorar a gestão de riscos e governança e reforçar a transparência das divulgações do setor (BIS, 2015). Para o Bacen (2017), Basileia III tem o objetivo de aperfeiçoar a capacidade das instituições financeiras de absorverem choques.

Para Stiglitz (1993), a regulação pode apresentar aspectos positivos para o mercado, reduzindo a possibilidade de ocorrência de eventos que possam comprometer a estabilidade do sistema financeiro, caso seja bem planejada.

3. Metodologia

3.1 Amostra

Para a realização do estudo foram selecionadas instituições financeiras de diversos países. A amostra brasileira é constituída pelas 20 instituições financeiras com ações negociadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2015, sendo que a obrigatoriedade de divulgação em IFRS por essas instituições iniciou-se a partir 2010. Assim, o período permite uma análise de *value relevance* dos derivativos antes e depois da adoção das IFRS pelas instituições. Os dados foram coletados na base de dados Bloomberg, em Notas Explicativas das demonstrações financeiras publicadas pelas instituições disponíveis no site da BM&FBOVESPA e no RI de cada empresa. Todos os dados financeiros dos bancos da amostra brasileira foram coletados em reais.

Em relação aos outros países, foram analisados os bancos do mundo presentes na base de dados *Bloomberg* com dados referentes ao período de 2005 a 2015. O período foi escolhido devido ao prazo de adoção das normas internacionais de contabilidade (IFRS) pela maior parte dos países. Todos os dados financeiros foram coletados em dólares para os bancos da amostra mundial. Foram analisadas instituições financeiras de 140 jurisdições, totalizando 1.853 instituições financeiras.

A segregação em duas amostras (bancos brasileiros e de outros países) tem como objetivo verificar se a variação do valor justo dos derivativos atrelada à adoção das IFRS é relevante especificamente para as instituições financeiras no Brasil em comparação com as de outros países.

3.2 Modelo e Variáveis

A pesquisa caracteriza-se por ser teórico-empírica utilizando a técnica de análise multivariada de dados em painel com erros robustos para todos os modelos. Além disso, foram realizados os testes de F de Chow, Breusch-Pagan e Hausman para verificar a adequação desses modelos.

Por se tratar de um estudo de *value relevance*, foi investigado o impacto das variáveis contábeis Lucro por Ação (LPA) e Patrimônio Líquido por Ação (PLA) sobre o Preço das Ações (P) das instituições financeiras da amostra. Para avaliar a relevância dos Derivativos, bem como o impacto (relevância) da adoção das IFRS, foram consideradas a variação no Valor Justo desses instrumentos (*Der*) e a variável *dummy* para adoção das IFRS para as instituições das duas amostras. Para avaliar se a variação do valor justo dos derivativos associada à adoção das IFRS (análise conjunta) é relevante, foi considerada a interação das duas variáveis *Der* x IFRS.

O detalhamento de cada variável pode ser verificado na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1

Variáveis da Pesquisa

Variável	Símbolo	Definição	Sinal Esperado	Fonte Brasil/Mundo	Autores
Dependente					
Preço	Preço	Cotação do Ativo Principal na Bolsa Local em reais/dólares	+	<i>Bloomberg</i>	Collins, Maydew e Weiss (1997)
Independentes					
Lucro por Ação	LPA	Lucro Líquido dividido pela quantidade de ações em circulação	+	<i>Bloomberg</i>	Collins, Maydew e Weiss (1997)
Patrimônio Líquido por Ação	PLA	Patrimônio Líquido médio dividido pela quantidade de ações em circulação	+	<i>Bloomberg</i>	Collins, Maydew e Weiss (1997)
Δ Valor Justo dos Derivativos Totais	Der	Δ Valor Justo dos Derivativos Totais ((Resultado com Derivativos) _t - (Resultado com Derivativos) _{t-1})	-	Notas Explicativas/ <i>Bloomberg</i>	Allayannis e Weston (2001)
IFRS	IFRS	Sistema Contábil utilizado para a produção da informação (<i>dummy</i> 1 para IFRS e 0 para outros sistemas)	+	Notas Explicativas/ <i>Bloomberg</i>	Barth, Landsman e Lang (2008)
IFRS X Δ Valor Justo dos Derivativos Totais	IFRS X Der	Variável Interativa	-	Calculada	Allayannis e Weston (2001)
Controle					
Tamanho da Firma	Tam	ln(Ativo Total)	+	<i>Bloomberg</i>	Collins, Maydew e Weiss (1997)
Índice de Basileia	Basel	Índice de Capital	+	<i>Bloomberg</i>	Scott (2012).
Monitoramento por Analistas	Analistas	Quantidade de Analistas que acompanham a empresa	+	<i>Bloomberg</i>	Carrete, Tavares e Yamaguchi (2014)
Crise	Crise	Crise financeira sub-prime (<i>dummy</i> 1 para o ano de 2008 e 0 para os demais anos das amostras)	-	Carvalho, Flores, Silva e Weffort (2016)	Carvalho, Flores, Silva e Weffort (2016)
Sistema Jurídico Common Law	ComL	Sistema Jurídico baseado na classificação Common Law (<i>dummy</i> 1 para Common Law)	+	Não se Aplica/ <i>JuriGlobe</i> (2015)	Ali e Hwang (2000)
Sistema Jurídico Civil Law	CivL	Sistema Jurídico baseado na classificação Civil Law (<i>dummy</i> 1 para Civil Law)	-	Não se Aplica/ <i>JuriGlobe</i> (2015)	Ali e Hwang (2000)
Sistema Jurídico Mixed Law	MixL	Sistema Jurídico baseado na classificação Mixed Law (<i>dummy</i> 0 para Common Law e 0 para a Civil Law)	-	Não se Aplica/ <i>JuriGlobe</i> (2015)	Ali e Hwang (2000)

Fonte: elaborada pelos autores.

A partir dos modelos propostos por Venkatachalam (1996), Collins, Maydew e Weiss (1997) e Barth, Beaver e Landsman (2001), as análises de dados em painel para os bancos brasileiros e mundiais foram realizadas a partir da equação a seguir:

$$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \sum_{1}^n \beta_n Controle_{it} + \mu_{it} \quad (1)$$

Nas quais:

- P_{it} = Preço de Fechamento da Ação da empresa i na Bolsa Local no final do ano t .
- LPA_{it} = Lucro por Ação da empresa i no ano t .
- PLA_{it} = Patrimônio Líquido por Ação da empresa i no ano t .
- Der_{it} = Variação no Valor Justo dos Derivativos Totais da empresa i no ano t .
- $IFRS_{it}$ = Variável *dummy* para Adoção das IFRS na empresa i no ano t .
- $IFRS_{it} \times Der_{it}$ = Variável interativa da adoção das IFRS e da Variação no Valor Justo dos Derivativos da empresa i .
- $Controle$ = Tamanho da firma, Índice de Basileia, Monitoramento por Analistas (número de analistas que acompanham a empresa) e Crise no tempo t . Adicionalmente para os bancos mundiais foi considerado o Sistema Jurídico (*Civil Law*, *Common Law* e *Mixed Law*).

Segundo Collins, Maydew e Weiss (1997), parte das mudanças no valor da firma se devem às variações no tamanho da empresa ao longo do tempo. Outra variável de controle do modelo é o Índice de Basileia, que representa o grau de alavancagem dos bancos. Essa variável foi utilizada, pois os investidores ajustam suas expectativas ao risco e o Índice de Basileia foi utilizado como medida desse risco para as instituições financeiras (Scott, 2012).

Além disso, foi utilizado o monitoramento por analistas, pois empresas que são mais monitoradas podem ter seu valor de mercado influenciado pelas recomendações dos mesmos, dado que o mercado pode reagir às suas recomendações, levando-se em consideração que esses agentes atuam para aumentar a eficiência do mercado (Carrete, Tavares & Yamaguchi, 2014).

Outro ponto importante foi considerar a crise financeira mundial como uma variável *dummy* para o ano de 2008, auge da crise, para isolar os efeitos sobre o valor das empresas ocasionados por esse evento. Segundo Carvalho, Flores, Silva e Weffort (2016), o ano de 2008 representou um período de crise macroeconômica, com forte impacto na economia mundial, a partir da notícia da quebra do banco Lehman Brothers.

Para o modelo mundial, foi considerado adicionalmente o sistema jurídico ao qual as companhias estão expostas em seu país de origem. Levando-se em consideração que a governança corporativa sofre influência significativa do ambiente regulatório, Goldschmidt, Licht e Schwartz (2005) sugerem que as normas legais de cada país podem exercer impacto na trajetória dos sistemas de governança e que, dependendo do sistema jurídico, alguns países tendem a proteger mais os investidores e outros a proteger mais os credores. Bushman e Smith (2003) afirmam em seu levantamento sobre estudos que envolvem a relevância da informação contábil e da governança corporativa que países *Common Law* costumam ser *market-oriented* e oferecem alta proteção aos acionistas não controladores. Em contrapartida, os países *Civil Law* são *bank-oriented* e oferecem baixa proteção aos não controladores. Além disso, Ali e Hwang (2000) concluíram que países *bank-oriented* apresentam menor relevância de seus relatórios contábeis que os países *market-oriented*. Para tal, será analisado o tipo de sistema jurídico de cada país onde cada instituição se localiza, sendo considerada a classificação de sistemas jurídicos apresentada pelo *JuriGlobe - World Legal Systems* (grupo de pesquisa formado por professores de Direito da Universidade de Ottawa), classificados em: *Civil Law* (ou *Code Law*), *Common Law*, *Muslim Law*, *Customary Law* e *Mixed System*.

Para verificar os resultados, foram testados os modelos a seguir, a partir do Modelo Base de *value relevance* e a progressiva inclusão das variáveis propostas neste estudo, conforme a Autores2, a seguir:

Tabela 2

Modelos Multivariados

Modelo	Tipo	Brasil Efeito	Mundial Efeito
Modelo 1	Base	Fixo	Aleatório ¹
Modelo 2	Der	Fixo	Fixo
Modelo 3	Der + IFRS	Aleatório ¹	Fixo
Modelo 4	Der x IFRS (Interativa)	Aleatório ¹	Fixo
Modelo 5	Completo (Inclui Controles)	<i>Pools</i> ²	Aleatório ¹

Nota: considera o Resultado do total dos Derivativos de cada banco.

¹ Com erros robustos, os efeitos aleatórios se mostraram mais adequados, pois o teste de Hausman não apresentou significância. Além disso, com efeitos fixos a variável *dummy* "IFRS" seria excluída.

² Os testes F de Chow e Breusch-Pagan demonstraram *Pools* como a melhor especificação do modelo.

Descrição dos modelos utilizados:

$$\text{Modelo 1: } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Modelo 2: } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Modelo 3: } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Modelo 4: } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \mu_{it}$$

$$\text{Modelo 5: } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \beta_6 Tam_{it} + \beta_7 Analise + \beta_8 Basel_{it} + \beta_9 Crise_{it} + \mu_{it}$$

$$\text{Modelo 5 (mundo): } P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \beta_6 Tam_{it} + \beta_7 Analise + \beta_8 Basel_{it} + \beta_9 Crise_{it} + \beta_{10} ComL_{it} + \beta_{11} CivL_{it} + \mu_{it}$$

O Modelo 1 está de acordo com a literatura de *Value Relevance*. No Modelo 2, foi adicionado o Resultado dos Derivativos Totais para analisar se os derivativos apresentam conteúdo informacional relevante (*value relevant*), ou seja, se impacta o valor de mercado das instituições financeiras, além das variáveis do Modelo Base. Já no Modelo 3, houve a inclusão da *dummy* da adoção do IFRS para verificar a relevância da entrada do novo modelo contábil nos resultados, ou seja, se a adoção das IFRS impacta o valor de mercado das instituições. Adicionalmente, o Modelo 4 considera a variável interativa (IFRS X Variação do Valor Justo dos Derivativos) para verificação da relevância da interação da adoção do IFRS e o Valor Justo dos Derivativos no valor de mercado das referidas instituições. No Modelo 5, é considerado o Modelo Completo, com a inclusão das variáveis de controle.

4. Resultados

4.1 No Brasil

Os resultados apresentados na seção 4.1 foram obtidos a partir da análise da amostra de bancos brasileiros entre 2005 e 2015 a partir dos modelos apresentados na seção 3.2.

A seguir, é apresentada a Estatística Descritiva das variáveis utilizadas.

Tabela 3

Estatística Descritiva das variáveis do modelo no Brasil

Variável	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Preço	173	11,78	9,20	0,13	34,48
LPA	190	1,87	2,99	(9,40)	21,43
PLA	189	11,27	13,34	0,22	131,78
Der	162	(196.593)	2.872.624	(22.800.000)	10.100.000
Tamanho	207	9,48	2,21	3,99	14,15
Analistas	142	7,94	7,62	-	23
Basel	187	0,18	0,05	0,05	0,38

É possível perceber a pouca disponibilidade de dados a partir do número de observações. Além disso, a amplitude do comportamento de *Der* mostram como esses valores podem ser voláteis, demonstrado pelo elevado desvio-padrão. Mesmo com elevado desvio-padrão e grande amplitude para variável de interesse, não foi realizado tratamento de valores extremos para a amostra brasileira, devida a baixa disponibilidade de dados.

A seguir, é apresentada a tabela de Correlação de Pearson das variáveis.

Tabela 4

Correlação das Variáveis do Modelo Geral no Brasil

Variável	Preço	LPA	PLA	Der	IFRS	Tamanho	Analistas	Basel	Crise
Preço	1								
LPA	0,6509 0***	1							
PLA	0,6676 0***	0,5969 0***	1						
Der	-0,0906 0,3071	-0,0268 0,7575	-0,0104 0,905	1					
IFRS	0,1049 0,1697	0,1523 0,0359**	0,1818 0,0123**	-0,1482 0,0598*	1				
Tamanho	0,5999 0***	0,1123 0,124	0,1125 0,1234	-0,1387 0,0872*	0,1987 0,0041***	1			
Analistas	0,8054 0***	0,6055 0***	0,1672 0,0634*	-0,1198 0,1664	0,2798 0,0007***	0,8523 0***	1		
Basel	-0,0389 0,6283	0,1709 0,0254**	0,0515 0,5039	0,0635 0,4597	-0,1337 0,0681*	-0,1106 0,1318	-0,1936 0,0292**	1	
Crise	-0,204 0,0071***	-0,0259 0,7227	-0,0794 0,2776	0,0158 0,8414	-0,3464 0***	-0,0099 0,8871	-0,0169 0,8414	0,0568 0,44	1

* 10% de significância, ** 5% de significância, *** 1% de significância

Todas as correlações foram calculadas considerando toda a série temporal. Embora a matriz de correlação expresse a relação linear entre as variáveis dos modelos, essa análise não exaure a medida de influência entre elas. Isso também não garante que os sinais das correlações sejam mantidos na análise multivariada.

É possível observar como as variáveis *LPA* e *PLA* são correlacionadas positivamente com o *Preço* dos bancos da amostra, o que indica como esses valores podem ser Valores Relevantes. Além dessas, o *Tamanho* da companhia e o número de analistas que a seguem também se mostraram amplamente correlacionadas com o *Preço*. A *Crise Financeira* de 2008 também mostrou influência sobre o *Preço*. A variável de interesse *Der* não apresentou correlação significativa. Já a adoção das *IFRS* apresentou-se correlacionada com o *LPA* e o *PLA*, o que pode indicar alterações nesses valores após a adoção. Porém, não apresentou influência sobre o *Preço* na matriz de correlações.

4.2 Modelos Multivariados

Os resultados da análise são apresentados na Símbolo5, a seguir.

Tabela 5

Resultados do Modelo no Brasil

Variável	Fixo 1	Fixo 2	Aleatório 3	Aleatório 4	Pols 5
LPA	0,5771	0,2438	0,7101	0,6870	0,3490
	0,4679	0,2214	0,3927	0,4084	0,6681
	0,2352	0,2883	0,0706*	0,0925*	0,6117
PLA	0,3546	0,2665	0,4787	0,4597	0,2497
	0,1610	0,1505	0,1221	0,1225	0,2120
	0,0426**	0,0968*	0,0001***	0,0002***	0,2636
Der		-0,0000	-0,0000	0,0000	0,0000
		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
		0,0361**	0,0001***	0,0003***	0,0003***
IFRS			-1,7284	-1,4949	-3,2861
			0,8766	0,8639	1,1424
			0,0486**	0,0835*	0,0151**
IFRS X Der				-0,0000	-0,0000
				0,0000	0,0000
				0***	0,0003***
Tamanho					1,4924
					0,5063
					0,0133**
Analistas					0,4028
					0,1223
					0,0072***
Basel					16,9009
					9,3882
					0,0993*
Crise					-6,6141
					1,0629
					0,0001***
Constante	7,2879	9,1924	7,1940	7,1329	-10,2280
	1,6662	1,3887	1,7282	1,6984	5,7578
	0,0005***	0***	0***	0***	0,1033
N	165	122	122	122	95
R ²	0,1416	0,0834	-	-	0,8310
R ² overall	0,5346	0,2930	0,3453	0,4229	-
R ² between	0,7299	0,5071	0,6074	0,6832	-
R ² within	0,1416	0,0834	0,0758	0,0945	-
F	3,1804*	7,0292***	-	-	739,2860***
χ ²	-	-	68,4506***	237,9121***	-

* 10% de significância, ** 5% de significância, *** 1% de significância

1ª linha da variável: coeficiente

2ª linha da variável: erro-padrão

3ª linha da variável: *p-value*

Os resultados obtidos confirmam a literatura de *value relevance* para o Modelo Base, pois *PLA* se mostrou significativo e positivamente relacionado com o *Preço*. Porém, essa relação perde relevância quando acrescentadas todas as variáveis (inclusive controles).

Todas as variáveis de interesse se mostraram significativas e relacionadas com o *Preço*. Porém, os coeficientes são muito pequenos. A variável *Der* apresentou influência neutra sobre o *Preço* (quando observado o coeficiente). No entanto, o modelo apresenta esta variável como significativa e positivamente correlacionada com o *Preço*. Esse resultado pode ser considerado um indicativo de que os bancos brasileiros utilizam os derivativos para reduzir o risco (Venkatachalam, 1996), reduzindo a volatilidade do lucro (Allayannis e Weston, 2001).

A adoção das *IFRS* apresentou influência negativa e relevante sobre o *Preço*, corroborando o exposto por Lima (2016), de que o ambiente institucional brasileiro impõe desafios à existência de benefícios econômicos associados à adoção das *IFRS*. Outro ponto importante a ser considerado é que o Banco Central ainda não permitiu a completa adoção das *IFRS* pelas instituições financeiras, fazendo com que estas instituições utilizem um GAAP próprio, que combina princípios das *IFRS* e instruções específicas emitidas pelo regulador.

Analistas e *Tamanho* são grandes influenciadores de *Preço* e a *Crise* influenciou negativamente *Preço*, conforme esperado. *Basel* também apresentou coeficiente de valor significativo sobre o *Preço*, o que pode sinalizar que investidores são avessos ao risco.

Analisando a interação entre *IFRS* x *Der*, verifica-se que esta apresentou influência neutra sobre o *Preço* (quando observado o coeficiente), embora o modelo apresente esta variável como significativa e negativamente correlacionada com o *Preço*, conforme esperado. Essa relação pode ser explicada pelo fato de que a norma brasileira para instituições financeiras já considerava aspectos de valor justo e ampla evidência de instrumentos financeiros derivativos e *hedge* muito antes da convergência. Isso confirma a afirmação de Daske Hail, Leuz e Verdi (2008) de que o efeito da adoção das *IFRS* é maior em países cujo GAAP local é mais distante do *IFRS*.

Em linhas gerais, a hipótese de pesquisa foi fracamente aceita para a amostra brasileira, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa, mas com coeficiente imaterial, ou seja, não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das *IFRS*, exerceu impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras.

4.3 No Mundo

Os resultados apresentados na seção 4.3 foram obtidos a partir da análise da amostra de bancos do mundo entre 2005 e 2015 a partir dos modelos apresentados na seção 3.2.

Na Sinal Esperado⁶, a seguir, é apresentada a Estatística Descritiva das variáveis utilizadas na amostra mundial:

Tabela 6

Estatística Descritiva das Variáveis do Modelo no Mundo

Variável	Obs	Média	Desvio-Padrão	Mínimo	Máximo
Preço	15.471	1,61	1,70	-2,09	6,32
LPA	14.030	-0,42	1,29	-3,05	2,63
PLA	13.268	8,42	0,03	8,41	8,70
Der	1.575	2,41	2,32	-2,23	7,29
Tamanho	15.792	7,41	2,24	2,47	13,04
Analistas	20.383	3,45	7,63	-	66,00
Basel ¹	11.552	0,011	0,79	-0,01	83,35

¹Utilizados dados originais na Estatística descritiva antes dos tratamentos para valores extremos.

É possível perceber que disponibilidade de dados é muito maior que a amostra brasileira, mas para os dados com Derivativos a quantidade de *missing values* é bastante relevante. A disponibilidade irregular de dados na amostra mundial também constitui uma das limitações da pesquisa. Além disso, a amplitude do comportamento dos valores e elevados desvios-padrões, foram realizados tratamentos para valores extremos na amostra mundial.

A Tabela 7, a seguir, apresenta a Correlação de Pearson das variáveis.

Tabela 7

Correlação das Variáveis do Modelo Geral no Mundo

Variável	Preço	LPA	PLA	Der	IFRS	Tam	Analistas	Basel	Crise	Common Law	Civil Law
Preço	1										
LPA	0,7024 0,0***	1									
PLA	0,4079 0,0***	0,4028 0,0***	1								
Der	0,1896 0,0***	0,2046 0,0***	0,0042 0,8715	1							
IFRS	-0,0974 0,0***	-0,014 0,0969*	0,0218 0,012**	0,3321 0,0***	1						
Tamanho	0,0423 0,0***	0,0304 0,0***	0,0195 0,025**	0,3834 0,0***	0,1452 0,0***	1					
Analistas	0,0232 0,0***	0,0132 0,1178	-0,0569 0,0***	0,5527 0,0***	0,1683 0,0***	0,5137 0,0***	1				
Basel	-0,0984 0,0***	-0,1119 0,0***	0,033 0,0***	-0,0471 0,1183	0,0987 0,0***	-0,1068 0,0***	-0,1007 0,0***	1			
Crise	-0,0169 0,035**	-0,0086 0,309	0,0057 0,5144	0,0441 0,0805*	-0,0181 0,01***	-0,0246 0,0***	-0,0221 0,0***	-0,0402 0,0***	1		
Common Law	0,316 0,0***	0,2233 0,0***	-0,0672 0,0***	0,2435 0,0***	-0,4227 0,0***	-0,2438 0,0***	-0,104 0,0***	-0,0999 0,0***	0 1	1	
Civil Law	0,1882 0,0***	0,1868 0,0***	0,2153 0,0***	0,234 0,0***	0,3499 0,0***	0,0549 0,0***	0,0249 0,0***	0,0519 0,0***	0 1	-0,5277 0,0***	1

* 10% de significância, ** 5% de significância, *** 1% de significância

As correlações das variáveis da amostra mundial também foram calculadas considerando toda a série temporal. Essa análise também não exaure a medida de influência entre as variáveis e isso também não garante que os sinais das correlações serão mantidos na análise multivariada.

É possível observar que, como na amostra brasileira, as variáveis *LPA* e *PLA* são correlacionadas positivamente com o *Preço* para os bancos da amostra, indícios de que os valores são Valores Relevantes. Além disso, todas as demais variáveis se mostraram amplamente correlacionadas com o *Preço*, inclusive a *Der*.

A adoção das *IFRS* apresentou-se correlacionada com o *LPA*, *PLA* e com *Der*. Além disso, apresentou influência sobre o *Preço*, o que pode sinalizar que a adoção das *IFRS* causou impacto no valor de mercado das companhias da amostra. Porém a correlação foi pequena e com sinal negativo.

É importante ressaltar que tanto para a análise da amostra brasileira como para a mundial não é possível aceitar ou rejeitar a hipótese da pesquisa apenas com a análise da matriz de correlações. Essa análise é uma etapa da exploração dos dados e tem a intenção de sinalizar o comportamento individual e a relação linear entre as variáveis dos modelos.

4.3.1 Modelos Multivariados

Os resultados da análise do Modelo na amostra mundial são apresentados a seguir.

Tabela 8

Resultados do Modelo Geral no Mundo

Variável	Aleatório 1	Fixo 2	Fixo 3	Fixo 4	Aleatório 5
LPA	0,2999	0,1367	0,1356	0,1358	0,3778
	0,0125	0,0344	0,0343	0,0343	0,0349
	0,0000***	0,0001***	0,0001***	0,0001***	0,0000***
PLA	5,7282	3,0582	3,0489	3,0402	9,9140
	0,9037	1,0096	1,0101	0,9976	2,2299
	0,0000***	0,0026***	0,0027***	0,0025***	0,0000***
Der		-0,0270	-0,0282	-0,0148	0,0744
		0,0148	0,0148	0,0170	0,0264
		0,0676*	0,0584*	0,3870	0,0049***
IFRS			0,1605	0,2427	0,2174
			0,1073	0,1325	0,1309
			0,1356	0,0678*	0,0969*
IFRS X Der				-0,0269	-0,0618
				0,0284	0,0328
				0,3443	0,0598*
Tamanho					0,0243
					0,0154
					0,1157
Analistas					-0,0011
					0,0048
					0,8132
Basel					-0,0000
					0,0000
					0,9401
Crise					-0,2785
					0,0847
					0,0010***
CivL					1,1049
					0,1420
					0,0000***
ComL					1,2007
					0,1883
					0,0000***
Constante	-46,5020	-24,0190	-24,0240	-23,9829	-82,9189
	7,6116	8,4988	8,5019	8,4007	18,8045
	0,0000***	0,0049***	0,0050***	0,0045***	0,0000***
N	10.903	1.293	1.293	1.293	924
R ²	-	0,0361	0,0383	0,0393	-
R ² overall	0,5032	0,4904	0,4843	0,4745	0,6063
R ² between	0,5912	0,5579	0,5377	0,5215	0,6261
R ² within	0,0379	0,0361	0,0383	0,0393	0,0605
F	-	8,7708***	7,2686***	5,8838***	-
χ ²	689,7238***	-	-	-	519,3324***

* 10% de significância, ** 5% de significância, *** 1% de significância

1ª linha da variável: coeficiente

2ª linha da variável: erro-padrão

3ª linha da variável: *p-value*

Para atenuar o impacto dos valores extremos (*outliers*), as variáveis contínuas foram *winsorizadas* em seus maiores e menores percentis a 1%. Além disso, para melhor estimação foi realizada a transformação de Box-Cox (Fávero, 2016).

Os resultados obtidos confirmaram a literatura de *value relevance* para o Modelo Base, pois *LPA* e *PLA* se mostraram significativos e positivamente relacionados com o *Preço*. Essa relação é mantida em todos os modelos.

Todas as variáveis de interesse se mostraram significativas e relacionadas com o *Preço*. A variável *Der* apresentou-se significativa e positivamente correlacionada com o *Preço*, apresentando sinal inverso ao esperado. Esse resultado indica que os bancos ao redor mundo, de modo geral, têm utilizado os derivativos para reduzir o risco (Venkatachalam, 1996), reduzindo a volatilidade do lucro (Allayannis e Weston, 2001).

A adoção das IFRS apresentou influência positiva sobre o *Preço*, corroborando Barth, Landsman e Lang (2008), que concluíram em sua pesquisa que as empresas que adotaram as IFRS melhoraram a qualidade de sua informação contábil e proporcionam mais relevância aos seus resultados.

Crise e o modelo Jurídico (*CivL* e *ComL*) são influenciadores de *Preço* e a *Crise* influenciou negativamente *Preço*, conforme esperado. *Basel* também apresentou coeficiente de valor significativo sobre o *Preço*, o que pode sinalizar que investidores são avessos ao risco.

Analisando a interação entre *IFRS* x *Der*, é possível verificar que esta apresentou influência significativa e negativa sobre o *Preço*, conforme esperado. Porém, essa relação pode não estar clara, pois *Der* apresentou sinal positivo e a adoção das IFRS pode ter piorado sua relação com o *Preço*. Esse resultado pode decorrer do fato de que muitos países constam na amostra mundial e o efeito da adoção das IFRS pode ser distinto em cada legislação.

Assim, ao nível de significância de 10%, a hipótese de pesquisa foi aceita para a amostra mundial, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa com coeficiente e sinal esperados, ou seja, é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, impactou negativamente o valor de mercado das instituições financeiras mundiais. Esse resultado pode estar relacionado ao aumento da volatilidade do resultado das companhias após a adoção das IFRS, decorrente da variação do valor justo dos derivativos, conforme exposto por Allayannis e Weston (2001).

4.4 Resumo dos Resultados

Na Definição9, pode ser observado um resumo dos resultados, considerando a hipótese da pesquisa para as amostras no Brasil e no mundo.

Tabela 9

Resumo dos Resultados no Brasil e no Mundo

Modelo Geral no Brasil				
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \beta_6 Tam_{it} + \beta_7 Analise + \beta_8 Basel_{it} + \beta_9 Crise_{it} + \mu_{it}$				
Hipótese	Sinal Esperado de β^b	Sinal de β_5^b	p-value	Resultado
H_1	-	Nulo	0,0003***	Rejeitada
Modelo Geral no Mundo				
$P_{it} = \beta_0 + \beta_1 LPA_{it} + \beta_2 PLA_{it} + \beta_3 Der_{it} + \beta_4 IFRS_{it} + \beta_5 (IFRS_{it} \times Der_{it}) + \beta_6 Tam_{it} + \beta_7 Analise + \beta_8 Basel_{it} + \beta_9 Crise_{it} + \beta_{10} ComL_{it} + \beta_{11} CivL_{it} + \mu_{it}$				
Hipótese	Sinal Esperado de β^b	Sinal de β_5^b	p-value	Resultado
H_1	-	-	0,0598*	Não Rejeita

Para a amostra brasileira, a hipótese de pesquisa foi fracamente aceita, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa, mas com coeficiente imaterial, ou seja, não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerceu impacto no valor de mercado das instituições brasileiras. Para a amostra mundial, a hipótese de pesquisa foi aceita, ao nível de significância de 10%, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa com coeficiente e com sinal esperados, ou seja, é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, impactou, negativamente, o valor de mercado das instituições financeiras mundiais.

5. Considerações Finais

O presente trabalho teve o objetivo de investigar a relação de *value relevance* do valor justo dos instrumentos financeiros derivativos e se essa relação sofreu alteração com a adoção das Normas Internacionais de Contabilidade para as instituições financeiras no Brasil e no mundo.

Por meio de análises empíricas, buscou-se verificar se a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerceu impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras e mundiais. Para a estimação dos modelos, foi utilizada a técnica de dados em painel e realizados testes de adequação para melhor inferência.

Para a amostra brasileira, a hipótese de pesquisa foi fracamente aceita, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa, mas com coeficiente imaterial. Assim, não é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, exerce impacto no valor de mercado das instituições financeiras brasileiras.

Esse resultado pode ser explicado pelo fato de que a norma brasileira para instituições financeiras já considerava aspectos de valor justo e ampla evidência de instrumentos financeiros derivativos e *hedge* muito antes da convergência, confirmando a afirmação de Daske, Hail, Leuz e Verdi (2008) de que o efeito da adoção das IFRS é maior em países cujo GAAP local é mais distante do IFRS.

Levando-se em consideração a amostra brasileira, a pouca disponibilidade de dados no Brasil dificulta a pesquisa empírica. O mercado de capitais brasileiro ainda é pequeno e poucas empresas possuem capital aberto, em especial bancos. Apenas 20 bancos compuseram a amostra e a liquidez do preço das ações desses bancos é muito baixa. Apenas 4 desses 20 bancos possuem negócios regularmente.

Para a amostra mundial, ao nível de significância de 10%, a hipótese de pesquisa foi aceita, dado que a variável interativa *IFRS X Der* no modelo completo foi significativa com coeficiente e sinal esperados, ou seja, é possível afirmar que a variação do valor justo dos derivativos, associada à adoção das IFRS, impactou negativamente o valor de mercado das instituições financeiras mundiais. Esse resultado pode estar relacionado ao aumento da volatilidade do resultado das companhias após a adoção das IFRS, decorrente da variação do valor justo dos derivativos, conforme exposto por Allayannis e Weston (2001). Outro ponto a ser considerado para esse resultado é que muitos países constam na amostra mundial e o efeito da adoção das IFRS pode ser distinto em cada legislação.

Adicionalmente, os resultados evidenciaram que as instituições financeiras brasileiras e mundiais, de modo geral, têm utilizado os derivativos para reduzir o risco (Venkatachalam, 1996), reduzindo a volatilidade do lucro (Allayannis e Weston, 2001), uma vez que a variação do valor justo dos derivativos (*Der*) apresentou-se significativa e positivamente correlacionada com o valor de mercado dessas instituições. Em relação às IFRS, os resultados evidenciaram que a adoção dessas normas pelas instituições financeiras brasileiras apresentou influência negativa e relevante sobre o *Preço*, indicando que a adoção parcial das IFRS pelas instituições financeiras é traduzida como sinônimo de risco, impactando, negativamente, o valor de mercado dessas instituições, diferentemente do esperado.

Em suma, reconhece-se a limitação empírica deste trabalho e também a sua relevância. A pesquisa considerando instituições financeiras é relevante e carente de tratamento não apenas no Brasil e os resultados encontrados evidenciam a importância dos derivativos tanto para a gestão de risco quanto para o valor de mercado dessas instituições. Além disso, a investigação dos efeitos dos instrumentos financeiros sobre o mercado de capitais se faz relevante dada a sua importância e a riscos associados. Outro ponto a ser destacado é a inclusão de um novo elemento à literatura de *value relevance*, ou seja, a relação dos derivativos e a adoção das IFRS com o valor das empresas. O tema pode ser aprofundado e tratado com diferentes abordagens em pesquisas futuras. Além disso, a limitação de tratamento da base de dados pode ter comprometido a análise pela grande ocorrência de *missing values*. Essa limitação sugere uma continuação da pesquisa com um levantamento de dados por meio das demonstrações financeiras de bancos ao redor do mundo e não a utilização de base de dados para a inferência.

Referências

- Ali, A.; Hwang, L. (2000). Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data. *Journal of Accounting Research*, 38(1), pp. 1-21. doi: <https://doi.org/10.2307/2672920>.
- Allayannis, G.; Weston, J. P. (2001). The use of foreign currency derivatives and firm market value. *The Review of Financial Studies*, 14(1), pp. 243–276. doi: <https://doi.org/10.1093/rfs/14.1.243>.
- Almeida, J. E. F. (2010). *Qualidade da informação contábil em ambientes competitivos*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-29112010-182706/publico/TeseJoseElias.pdf>
- Banco Central do Brasil – BACEN. (2002). Circular n. 3.082 de 30 de janeiro de 2002. Brasília, DF. Recuperado de https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2002/pdf/circ_3082_v3_L.pdf.
- Banco Central do Brasil – BACEN. (2017). *Recomendações de Basileia para Supervisão Bancária: as medidas prudenciais preventivas no Sistema Financeiro Nacional*. Revista da PGBC – 11(2). Recuperado de <http://www.bcb.gov.br/fis/supervisao/basileia.asp>
- Bank For International Settlements – BIS. (2009). *Derivatives-related exposures in the corporate sector: the case of Mexico and Brazil*. Recuperado de http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0906y.htm
- Bank For International Settlements – BIS. (2015). *International regulatory framework for banks (Basel III)*. Recuperado de <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>
- Bank For International Settlements – BIS. (2016). *Semiannual OTC derivatives statistics*. Recuperado de <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>
- Barth, M. E.; Beaver, W. H.; Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), pp.77-104. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00019-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00019-2)
- Barth, M. E.; Landsman, W. R.; Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467–498. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00287.x>
- Bushman, R.; Smith, A. (2003). Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Economic Policy Review*, 9(1), pp. 65-87. Recuperado de <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/03v09n1/0304bush.pdf> doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.253302>
- Byard, D.; Li, Y.; Yu, Y. (2011). The effect of mandatory IFRS adoption on financial analysts' information environment. *Journal of Accounting Research*, 49(1), pp. 69–96. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2010.00390.x>

- Carrete, L. S.; Tavares, R.; Yamaguchi, A. C. S. (2014). Impacto da Recomendação de Analistas de Sell-Side nos Preços das Ações. *Revista de Finanças Aplicadas*, 2, PP.1-41. Recuperado de <http://www.spell.org.br/documentos/ver/42453/impacto-da-recomendacao-de-analistas-de-sell-si--->
- Carvalho, L. N. G.; Flores, E.; Silva, A. F.; Weffort, E. F. J. (2016). Earnings management and macroeconomic crises: Evidences from Brazil and USA capital markets. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6(2), pp. 179-202. doi: <https://doi.org/10.1108/JAEE-07-2013-0037>
- Carvalho, N. M. (1999). Evidenciação de Derivativos. *Caderno de Estudos – FIPECAFI*, 11(20), pp. 1-16. <http://dx.doi.org/10.1590/S1413-92511999000100003>. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1413-92511999000100003&script=sci_abstract&tlng=pt
- Chiqueto, F. (2014). *Hedge Accounting no Brasil*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-27062014-182634/pt-br.php>. doi: <https://doi.org/10.11606/T.12.2014.tde-27062014-182634>
- Collins, D. W.; Maydew, E. L.; Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), pp. 39-67. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(97\)00015-3](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(97)00015-3)
- Dalmácio, F. Z.; Lima, E. M.; Martins, E.; Rezende, A. J. (2011). A Relevância do Goodwill no Processo de Avaliação das Empresas Brasileiras. *Revista de Administração da Unisinos*, 8(4), pp. 359-372. doi: <https://doi.org/10.4013/base.2011.84.07>
- Daske, H., Hail, H. L., Leuz, C.; Verdi, R. (2008). Mandatory IFRS reporting around the world: early evidence on the economic consequences. *Journal of Accounting Research*, 46(5), pp. 1085-1142. doi: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1024240>
- Fávero, L. P. L. (2016). *Análise de Dados: Modelos de Regressão com Excel, Stata e SPSS*. eBook Kindle Brasil: Elsevier.
- Galdi, F. C.; Pereira, L. M. (2007). Fair Value dos Derivativos e Gerenciamento de Resultados nos Bancos Brasileiros: Existe Manipulação? In *VII Encontro Brasileiro de Finanças*. São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/242547287_Fair_Value_dos_Derivativos_e_Gerenciamento_de_Resultados_nos_Bancos_Brasileiros_Existe_Manipulacao
- Goldschmidt, C.; Licht, A.; Schwartz, S. (2005). Culture, Law, and Corporate Governance. *International Review of Law and Economics*, 25(2), pp. 229-255. doi: <https://doi.org/10.1016/j.irl.2005.06.005>
- Hellmann, T. F.; Murdock, K. C.; Stiglitz, J. E. (2000). Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough? *The American Economic Review*, 90(1), pp.147-165. doi: <https://doi.org/10.1257/aer.90.1.147>
- Hull, J. C. (2016). *Opções, Futuros e Outros Derivativos* (9ª ed.) Brasil: Bookman.
- International Accounting Standards Board – IASB. (2010). IAS 39 *Financial Instruments: Recognition and Measurement*. Recuperado de <https://www.cpaaustralia.com.au/-/media/corporate/allfiles/document/professional-resources/reporting/reporting-ifrsfactsheet-financial-instruments-recognition-and-measurement.pdf?la=en&rev=bff6479dab2547b586c7a9bb9c9883ad>
- International Accounting Standards Board – IASB. (2014). IFRS 09 *Financial Instruments*. Recuperado de <https://www.ifrs.org/-/media/project/financial-instruments/project-summaries/ifrs-9-project-summary-july-2014.pdf>
- JuriGlobe. (2015). *World Legal Systems*. Recuperado de www.juriglobe.ca/

- Koonce, L.; Miller, J.; Winchel, J. (2015). The Effects of Norms on Investor Reactions to Derivative Use. *Contemporary Accounting Research*, 32(4), pp. 1529-1554. doi: <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12118>
- Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n. 6.385, de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm
- Lima, G. A. S. F. (2013). *A relação do acompanhamento dos analistas com características de valuation das empresas brasileiras*. Tese de Livre Docência, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. doi: <https://doi.org/10.11606/T.12.2014.tde-14112014-151023> Recuperado de <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/livredocencia/12/tde-14112014-151023/pt-br.php>
- Lima, I. S.; Lopes, A. B. (2001). Perspectivas para a Pesquisa em Contabilidade: o Impacto dos Derivativos. *Revista de Contabilidade & Finanças*, 15(26), pp. 25-41. doi: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772001000200002>. Recuperado de https://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772001000200002&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt
- Lima, V. S. (2016). *Efeitos da adoção mandatória do IFRS para o mercado de crédito no Brasil*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. doi: <https://doi.org/10.11606/T.12.2016.tde-06052016-104142> Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06052016-104142/pt-br.php>
- Lopes, A. B.; Walker, M. (2012). Asset revaluations, future firm performance and firm-level corporate governance arrangements: new evidence from Brazil. *The British Accounting Review*, 44(2), pp. 53-67. doi: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2012.03.007>
- Moshirian, F. (2011). The global financial crisis and the evolution of markets, institutions and regulation. *Journal of Banking & Finance*, 35, 502-511. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.08.010> Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378426610003110>
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687. doi: <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x>
- Scott, W. (2012). *Financial Accounting Theory*. (6ª ed.) Canadá: Pearson.
- Silva, R. L. M. (2013). *Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. <https://doi.org/10.11606/T.12.2013.tde-03062013-162758> Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-03062013-162758/pt-br.php>
- Souza, E. B. M. (2014). *Mensuração e Evidenciação Contábil do Risco Financeiro de Derivativos*. Tese de Doutorado, Contabilidade e Controladoria, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. <https://doi.org/10.11606/T.12.2015.tde-05032015-182918> Recuperado de <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-05032015-182918/pt-br.php>
- Stiglitz, J. E. (1993). The Role of the State in Financial Markets. *The World Bank Economic Review*. 7(suppl 1), 19-52. doi: https://doi.org/10.1093/wber/7.suppl_1.19 Recuperado de <http://documents.worldbank.org/curated/pt/239281468741290885/pdf/multi-page.pdf>
- Van Tendeloo, B.; Vanstraelen, A. (2005). Earnings management under German GAAP versus IFRS. *The European Accounting Review*, 14(1), pp.155-180. doi: <https://doi.org/10.1080/0963818042000338988>, Recuperado de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/0963818042000338988>
- Venkatachalam, M. (1996). Value-relevance of banks' derivatives disclosures. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), pp. 327-355. doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00433-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00433-8) Recuperado de <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0165410196004338>

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>.